

Hovedoppgave for cand. oecon-graden

Mangfold eller kompetanse?

En analyse av styrets sammensetning

Rune Danielsen

November 2005

**Økonomisk institutt
Universitetet i Oslo**

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en del av studiet i samfunnsøkonomi ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo. Tilfeldigheter førte til at jeg på 3.avdeling valgte å ta kurset ”Economics of the Firm”, men det har vist seg å være et klokt valg. Gjennom en inspirerende forelesningsrekke ble min interesse for fagfeltet vekket, og det mest interessante emnet ”corporate governance” var noe jeg hadde lyst til å fordype meg ytterligere i. Kursets foreleser var til stor hjelp i utforming av oppgavevalg, og senere ble han også min veileder. Jeg vil derfor rette en stor takk til Professor Tore Nilssen ved Økonomisk institutt.

Oslo, november 2005

Rune Danielsen

Innhold

1. INTRODUKSJON.....	1
2. INCENTIVER, UAVHENGIGHET OG KOMPETANSE	4
2.1 AKSJELOVGIVNINGEN.....	4
2.2 EIERSTRUKTUR.....	5
2.3 DAGLIG LEDELSE	7
2.4 STYRETS ROLLE.....	10
2.5 STYRETS MEDLEMMER	13
2.5.1 <i>Toppledere</i>	14
2.5.2 <i>Styreproffer</i>	15
2.5.3 <i>Ekspertter</i>	18
2.5.4 <i>Ansatte</i>	19
2.5.5 <i>Styremedlemmer med eierandeler</i>	20
2.5.6 <i>Daglig leder og styreleder</i>	21
2.6 KVINNER I STYREROMMET.....	23
2.7 STYRETS STØRRELSE	28
2.8 AMERIKANSK TEORI	28
3. TEORETISK ANALYSE	30
3.1 OPTIMAL STYRESAMMENSETNING OG STYRESTØRRELSE	30
3.2 AGENTPROBLEM OG STYREKOMPONERING	31
3.2.1 <i>Styret</i>	32
3.2.2 <i>Stemmeregler ved valg av konsernsjef</i>	35
3.3 ANALYSE AV STYRET	35
3.3.1 <i>Eksternes valg om å verifisere prosjekter</i>	36
3.3.2 <i>Internes valg om å avsløre sannsynligheten for at prosjektet er dårlig</i>	37
3.3.3 <i>Optimalt styre</i>	41
3.4 INNFLYTELSESRIK KONSERNSJEF	44

3.5	SÆRTREKK VED BEDRIFTER OG STYREMEDLEMMER	45
3.5.1	<i>Eksterne styremedlemmers verifikasjonskostnader</i>	46
3.5.2	<i>Interne styremedlemmers private fordeler</i>	47
4.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJONER	49
4.1	IMPLIKASJONER FOR AMERIKANSKE FORHOLD	49
4.2	OVERFØRINGSVERDI TIL NORSKE FORHOLD.....	50
4.3	EGNE REFLEKSJONER.....	51

1. Introduksjon

Det siste tiåret har vært preget av store finansskandaler. USA har innført en ny og strengere finanslov som følge av skandalene i Enron og WorldCom. Europa har hatt sine varianter ved for eksempel italienske Parmalat og svenske Skandia. Heller ikke Norge har vært skånet. Finance Credit, Sponsor Service og T5PC balanserer på en tynn line mellom økonomiske snarveier og rein kriminalitet.

Finansskandalene har satt det som på godt norsk kalles "corporate governance" på agendaen. "Corporate governance" omtales som interaksjonen mellom investorer og bedriftsledelsen i måten å styre en bedrift på.¹ Det oppstår en konflikt hvis en ekstern investor ønsker å utøve kontroll over bedriften på en annerledes måte enn ledelsen i bedriften gjør. Spredt eierskap utvider konflikten ytterligere, da dette kan skape interessekonflikt også blant de forskjellige aksjonærene. Investorer har problemer med å handle kollektivt, og dette gjør at ledelsen i bedriften i større grad kan handle ut ifra egne interesser framfor aksjonærenes. Dette tvinger fram virkemidler som disiplinerer bedriftsledelsen. Blant disse virkemidlene finner vi konsentrert eierskap, trussel om fiendtlige overtakelser, delegering av kontroll til et styre og samordning av incentiver gjennom diverse bonusordninger. Et dansk regjeringsutnevnt utvalg definerte "corporate governance" på følgende måte:

"De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellom ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets interesser). Interesser omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund." (Nørdby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark (2001) side 11)

"Corporate governance" kan betraktes som fastlagte spilleregler for styring av en bedrift. Dette omfatter både regler og praksis knyttet til strukturer, roller og ansvarsdeling mellom ulike bedriftsorganer. Særlig gjelder dette eiere, generalforsamling, styre og daglig ledelse. God "corporate governance" gir resultater og skaper tillitt hos aksjonærer og interesser.

¹ Becht, Bolton & Röell (2003)

Dette medfører positive ringvirkninger for bedriftens evne til å hente inn kapital i kapitalmarkedene, og er verdiskapende.

Oppgaven konsentrerer seg om styrer og deres funksjon. Svake og passive styrer har ikke klart å hindre at direktører har gått utover sitt mandat. Aftenpostens sjefsredaktør Hans Erik Matre skriver:

”Den globale bølgen av finansskandaler handler stort sett om en ting - elendig bedriftsstyring. Ingen kan overraskes over at integriteten og selvstendigheten er på vikende front der gamle studiekamerater velger hverandre inn i styrerom og ledelse.” (Aftenposten 15.juli 2005, leder: “*Grådighetens fallitt*”, kulturdelen side 2)

Flere metoder har blitt tatt i bruk for å analysere styret og dets rolle. Blant de mest anerkjente metodene finner vi agentteori. Problemet i alle agentforhold er at prinsipal og agent ofte har ulike interesser og preferanser, i tillegg til at informasjon og risikoaversjon er ulikt fordelt.² Når optimale kontrakter ikke kan skrives,³ skapes agentkostnader i form av overvåking og kontroll, men også i form av velferdstap ved at ineffektive løsninger gjerne velges.

Agentteoriens løsning av dette styringsproblemet er å finne incentivordninger som samordner prinsipalens og agentens interesser. Separasjon av eierskap (prinsipal) og ledelse (agent) fører med seg muligheter for agenter til å maksimere sin egen nytte på bekostning av prinsipalenes.⁴ Forholdet mellom eier og ledelse ordnes ved at det innføres et styre. Styret på sin side er gjenstand for egne agentproblemer både i forhold til eiere, ledelse og andre interessenter.

Hovedfokuset i min videre analyse er på agentteori, og jeg har valgt en teoretisk modell av Raheja (2005) innenfor dette fagfeltet. I tillegg vil jeg også ta for meg noen aspekter ved ressursavhengighetsteoriene der styret hovedsakelig betraktes som en viktig ressurs for en bedrift.⁵ Denne vinklingen impliserer at hvert styremedlem bringer med seg et større bidrag til bedriften enn den klassiske oppdelingen innenfor agentteorien i eksterne og interne. Et styremedlems ressursbidrag kan for eksempel være kontroll, rådgivning, utvidelse av nettverk og fastsetting av strategi.⁶

² Reve (1993)

³ Jensen & Meckling (1976)

⁴ Fama & Jensen (1983)

⁵ Pfeffer & Salancik (1978)

⁶ Lervik m.fl. (2004)

Styrets rolle har mange interessante aspekter. For å begrense oppgaven fokuserer jeg hovedsakelig på styrets sammensetning, mens det legges mindre vekt på temaer som utvelgelsesprosessen av styremedlemmer og styrets arbeidsform. Hvordan et styre fungerer, er avhengig av hvem som sitter i det. Sammensetningen og størrelsen på et styre er mekanismer eiere kan påvirke, og hvilken rolle disse faktorene spiller for bedriftens resultater, blir viktig. Optimal sammensetning er derimot avhengig av en rekke forhold. Før jeg drøfter ulike typer styremedlemmer tar jeg derfor for meg effekten av ulike eierstrukturer, forholdet mellom styret og den daglige ledelsen og hvilke forskjellige roller et styre kan og bør spille. Incentivene til styremedlemmer, bedriftsledelse og aksjonærer spiller en nøkkelrolle. Hvilken type kompetanse bedriftens styremedlemmer bør ha, er også avgjørende. Eiere må bestemme om styret trenger for eksempel bedrifts-, industri- eller organisasjonsspesifikk kompetanse. Problemet er at kravet om høy kompetanse ofte må veies opp mot graden av uavhengighet.

Utvalget av teoretisk materiale om styrers funksjon er lite. Hovedandelen av styreforskningen er foretatt i USA med fokus på store amerikanske bedrifter med spredt eierskap, og dette gjelder også min valgte teoretiske modell. Norge har hovedsakelig mindre bedrifter og mer konsentrert eierskap, og dermed er ikke den amerikanske forskningen direkte overførbart. For at min valgte teoretiske modell skal ha relevans, må amerikanske forhold vektlegges. Da temaet styresammensetning inneholder så mange interessante aspekter i Norge, synes jeg derimot det blir for snevert å konsentrere oppgaven basert på amerikanske tilstander alene. Faktadelen utformes derfor ved at jeg sammenligner Norge og USA, og poengterer de viktigste ulikhetene. Forslaget om 40% lovpålagt kjønnsrepresentasjon i styrene til norske privateide allmennaksjeselskaper, er et eksempel på et tema som ikke kan relateres til min valgte teoretiske modell. Uansett er en eventuell innføring av denne lovendringen et høyaktuelt tema i den norske debatten om styresammensetning, og jeg analyserer derfor også forskjellige sider ved den.

Styrets funksjon og sammensetning med hovedfokus på de tre nøkkelordene incentiver, uavhengighet og kompetanse drøftes i kapittel to. Kapittel tre tar for seg en teoretisk modell om styresammensetning og styrestørrelse, mens kapittel fire oppsummerer og konkluderer.

2. Incentiver, uavhengighet og kompetanse

2.1 Aksjelovgivningingen

For å forstå styrets rolle er det viktig å ha kjennskap til lovverket. I Skandinavia har lovgivningen om styrer mange fellestrekk, mens det er visse formelle forskjeller i styrets rolle i Skandinavia og andre land.⁷ Den amerikanske filosofien baserer seg på at markedskreftene skal råde. Amerikansk og britisk lovgivning søker å hindre ledelsesdominans å sørge for at investorene har kontroll over bedriftene. Grunnet bedriftenes størrelse og markedets utforming er ikke de amerikanske virkemidlene direkte overførbare til skandinaviske forhold. I Europa er ofte styrene allerede slik man prøver å få til i USA. Europeiske styrer er formelt mer uavhengige av ledelsen, daglig leder er normalt ikke styreleder, og størrelsen på styrene er mindre. I USA er det typiske styret i rask forandring. Antallet styremedlemmer er i gjennomsnitt redusert, og daglig leder er som oftest ikke lenger styreleder.

I Norge er det aksjelovgivningingen som lovmessig fastsetter styrets rolle. Aksjelovene av 13. juni 1997 er laget for å sikre at norske selskaper drives på en forsvarlig og hensiktsmessig måte. Dette er lov om aksjeselskaper (AS) og lov om allmennaksjeselskaper (ASA).⁸ I stor grad er ordlyden i lovene like, og kapitteinndelingen følger hverandre. Små selskaper etablerer seg ofte som AS, mens større selskaper ofte velger ASA formen. ASA-formen må benyttes av alle selskaper som skal være notert på børsen. Lovene spesifiserer regler for hvordan aksjeeiere kan kontrollere sine selskaper. Aksjeeiere utøver den øverste myndigheten i selskapet gjennom generalforsamlingen, og det er generalforsamlingen som velger medlemmene i styret. Dette sikrer prinsippet om at selskapets eiere skal bestemme hvem som skal besitte styrevervene og dermed forvalte deres investeringer og kapital.

Kapittel seks i lovene beskriver selskapets ledelse. Hovedfokus i lovene er å ivareta kapitaleiernes interesser, men styret har også forpliktelser overfor ansatte, myndigheter, lokalsamfunn og kreditorer. Det er ulike krav til antallet styremedlemmer og daglig ledelse i

⁷ Huse (2003)

⁸ Lov 1997-06-13 nr 44 (aksjeloven) og nr.45 (allmennaksjeloven).

de to selskapsformene. Selskapene er lovpålagt å ha et styre og en daglig leder. Styret må bestå av minst tre medlemmer, og i selskaper med over 200 ansatte skal styret ha minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke velges til styreleder. Unntak gjøres for AS med aksjekapital på mindre enn tre millioner, der styret kan bestå av mindre enn tre medlemmer, og styret kan bestemme at selskapet ikke skal ha daglig leder. Ansatte har også krav på å ha representanter i styret, og valget av disse skjer separert fra valget av andre styremedlemmer. Antall ansattevalgte er avhengig av bedriftens størrelse. Videre settes det regler for styremedlemmers tjenestetid, godtgjørelse og bostedskrav. Ledelsens oppgaver, styrets saksbehandling og styremedlemmers forhold til omverdenen spesifiseres også nærmere. Styret har ansvarsområder innenfor både tilsyn og forvaltning.

2.2 Eierstruktur

Beskyttelse av mindre aksjonærer veid opp mot bedriftsledelsens mulighet til å berike seg selv er et fundamentalt dilemma innen ”corporate governance”.⁹ Spredt eierskap gjør at aksjonærer får problemer med å handle kollektivt. Det mangfoldige økonomiske gratispassasjerproblemet¹⁰ kan forklare dette. Når aksjonærer har en liten eierandel, mottar de en tilsvarende liten andel av overskuddet. En aksjonær som iverksetter tiltak for å forbedre bedriftens resultater, bærer hele kostnaden ved å oppnå den høyere fortjenesten, men mottar bare en andel av den. De aksjonærene som ikke tar ansvar, mottar sin andel av den økte fortjenesten gratis. Dette gjør at hver enkelt aksjonær får incentiver til å forbli passive og håpe at andre tar ansvar. Resultatet kan bli at ingen foretar seg noe, og at en eventuell dårlig ledelse kan fortsette å ha kontroll over bedriften. Spredte aksjonærers problemer med å handle kollektivt omtales ofte som kommunikasjons- og koordinasjonskostnader.

Måten mange land har løst dette problemet på er å konsentrere eierskapet i hendene på en eller flere storaksjonærer. Tilstedeværelsen av en storaksjonær vil sannsynligvis føre til bedre overvåking, og dermed redusere bedriftsledelsens muligheter til å berike seg selv på bekostning av aksjonærene.¹¹ Storaksjonærer med for stor makt kan derimot samrøre med ledelsen, slik at deres interesser blir ivaretatt på bekostning av mindre aksjonærers.

⁹ Becht, Bolton & Röell (2003)

¹⁰ Hart (1995)

¹¹ Shleifer & Vishny (1986)

Balansegangen mellom stor grad av overvåking og regelrett undertrykkelse av mindre aksjonærer er vanskelig.¹² Et annet problem er at likviditeten i aksjemarkedet svekkes når aksjepostene blir store.

Eierskapet kan være spredt av naturlige årsaker, som formuesbegrensninger, risikodeling og likviditet i aksjemarkedet. Men mange land, deriblant USA, fører en politikk med formål å begrense makten til storaksjonærer. Dette betyr at man stoler på bedriftsstyret som hovedmekanisme for å koordinere aksjonærers handlinger. Resultatet er at mindre aksjonærer får bedre beskyttelse, men problemet er at bedriftsledelsen får friere tøyler til å handle ut ifra egne interesser. Det forventes at styrene vil være mer aktive og ha mer makt jo større eierkonsentrasjonen er.

Styrets rolle analyseres som oftest i bedrifter hvor skillet mellom eierskap og kontroll er tydelig. I Norge har vi derimot en stor andel familiebedrifter. Definisjonen på hva som er en familiebedrift varierer.¹³ I familiebedrifter er ofte styringsmekanismene annerledes enn i andre bedrifter, og dette får konsekvenser både på styrets sammensetning og styrets arbeidsform.¹⁴ I familiebedrifter finnes det ofte en logikk eller en ideologi som skiller seg fra den agentteorien beskriver i store amerikanske bedrifter, og regler om styrer og dets sammensetning bør ta hensyn til dette.

Når staten er på eiersiden, får vi en del interessante aspekter.¹⁵ Staten kan betraktes som en spredt eier i og med at alle borgerne er eiere, samtidig som den også er en samlet eier idet forvaltningen av eierskapet gjør at den kan opptre koordinert. Disiplineringen som ligger i overtakelsestrusselen, er som oftest forsvunnet, fordi bedriften enten ikke er børsnotert eller ikke er til salgs. Dette gjør at ledelsen i bedriften får større spillerom, og dermed blir styrets kontrollerende rolle viktig. Eierskapsformen medfører en ny form for agentproblemer. Staten delegerer forvaltningen av eierskapet til offentlige tjenestemenn. Disse personene har ingen direkte eierinteresser i bedriften. De får verken fortjeneste eller kostnader som følge av bedriftens resultater, og dermed har de svakere incentiver til økonomisk effektivitet enn private eiere. I Norge er det en avdeling innen Nærings- og handelsdepartementet som har

¹² Becht, Bolton & Röell (2003)

¹³ De vanligste definisjonene av en familiebedrift er om bedriftsledelsen selv vurderer den til å være en familiebedrift, og om over 50% av aksjekapitalen holdes av ledelsen og dennes familie. (Lervik m.fl. (2004))

¹⁴ Huse (2003)

¹⁵ Greve (1995) og Stensbak (2003a)

ansvaret for å finne styrerepresentanter til en rekke statlige virksomheter spredt over hele landet. Å finne tilgjengelige, kompetente og habile styremedlemmer er en stor oppgave. Det er derfor ingen stor overraskelse at ledelsen ofte har innflytelse over valget av styremedlemmer i statlig eide selskaper.

Det kan også trekkes skillelinjer mellom forskjellige eiertyper og deres formål med sitt eierskap.¹⁶ Variasjonen er stor i eieres tankegang både innenfor langsiktighet kontra kortsiktighet, og deres engasjement i styringen av bedriftene. Dette har også innvirkning på styrets rolle og sammensetning. Langsiktig tenkning sammen med egen styredeltakelse kjennetegner industrialistene som selv gjerne også engasjerer seg i å utvikle bedriftens strategi. Dette står i kontrast til investorer med hovedfokus på omstilling og utnyttelse av verdier. Disse kjennetegnes ofte med kjøp og salg av bedrifter. Her kombineres aktiv styredeltakelse med kortsiktig tankegang, og styrets rolle blir å passe på at de ulike eiergruppene ikke blir forfordelt i forhold til hverandre. Institusjonelle eiere som livsforsikringsselskap og trygdefond er eksempler på langsiktighet og lavt engasjement. Disse eierne har ofte eierskap i et stort antall bedrifter, og det kan hevdes at de ut ifra innsidevurderinger ikke selv kan delta direkte i styrene i bedriftene de har eierandeler i. Aksjefond kan være en form for kortsiktig eierskap uten styredeltakelse. Her står kortsiktig avkastning i fokus, og de har sjelden interesse av å tenke bedriftsutvikling. Ulike aksjefond har derimot ulike måter å utøve eierskapet på.

Norske styrekonflikter er oftere mellom ulike eiergrupperinger enn mellom eiere og ledelse. Eiergrupperinger kjemper om å få kontroll over stemmene i styret, og en viktig oppgave for styret er derfor å avbalansere interessene mellom ulike eiergrupper.¹⁷

2.3 Daglig ledelse

Ledelsen gjør valg for firmaets eiere: Den samler informasjon om investeringer, velger investeringsprosjekter og styrer prosjektene. Ledelsens investeringsvalg påvirker deres

¹⁶ Huse (2003) og Lindholt (2005): "Eierskap og virksomhetsstyring" Foredrag UiO 19. august 2005

¹⁷ Konflikten i Orkla-styret er et eksempel på dette. For å oppfylle en kvinneandel på 40% måtte Orkla erstatte en mann med en kvinne i styret, og dette skapte en interessekonflikt mellom ulike eiergrupperinger. (Ukeavisen Ledelse: "Hagen-venn kastet fra Orkla-styret" 27. mai 2005)

omdømme.¹⁸ Bedre omdømme innebærer økt prestisje og sterkere forhandlingskraft, og dette påvirker ledelsens framtidige karrierer. Ledelsen har ofte informasjon om alternative investeringer som er utilgjengelig for eksterne investorer. På grunn av hensynet til sitt omdømme kan ledelsen i firmaer få incentiver mot å gjøre investeringsvalg som er dårlig for aksjeeiere, men bra for dem selv. Resultatet kan bli at ledelsen opptrer myopisk. Den er lite interessert i å ofre den nåværende inntjeningen for å øke framtidig inntjening. En risikoavers ledelse er redd for å ødelegge sine karrieremuligheter og ønsker å beholde sitt opprinnelige omdømme.¹⁹ Hensynet til ens omdømme kan dermed føre til en konservativ ledelse som unngår risiko ved å ikke investere.

Et annet utfall kan være en ledelse som foretar langsiktige investeringer for å beskytte seg mot risikoen av å bli sett på som mislykket på et tidlig stadium.²⁰ Ved at man tydeliggjør overfor omverdenen at investeringsvalgene er langsiktige, dømmes ikke dårlige kortsiktige indikatorer like hardt som de ellers burde. Ved å utsette eventuelle dårlige nyheter opprettholder ledelsen sitt gode omdømme og sikrer en mer stabil inntekt enn hva tilfellet ville vært hvis omdømmet hoppet opp og ned. Ledelsen kan også opptre myopisk ved å blåse opp kortsiktig inntjening, selv om dette er skadelig for bedriften på lang sikt. Ledelsen i en bedrift er som oftest under konstant evaluering av både aksjemarkedet og eiere, dette gjør at de får incentiver til å tenke kortsiktig.

Et annet element innen hensynet til omdømmet er at bedriftsledere ofte gjør som andre bedriftsledere framfor å følge sine egne oppfatninger.²¹ Et ulønnsomt investeringsvalg er ikke så skadelig for omdømme hvis andre har gjort samme feil. Selv gode ledere kan være uheldige, og når andre gjør samme feil kan eierne oppfatte at ledelsen har vært utsatt for systematisk uforutsette sjokk. Dette gjør at ledelsen i sin risikovurdering velger et prosjekt som ikke er det optimale for bedriften og dens eiere.

Hensynet til omdømmet er en viktig del av agentproblemet mellom eier og ledelse i et firma. For å hindre at ledelsens mål om lønn, karriere og omdømme kommer i konflikt med aksjonærenes, må ledelsen få finansielle incentiver som samsvarer bedre med aksjonærenes interesser. Eksempelvis kan det være nødvendig å ta grep som gjør at ledelsen er mer

¹⁸ Hirshleifer (1993)

¹⁹ Holmström (1999)

²⁰ Hirshleifer (1993)

²¹ Scharfstein & Stein (1990)

interessert i ta risiko, i form av enten aksjeandel eller gyllen fallskjerm. En vanlig måte å samordne ledelsens og aksjonærenes incentiver på er aksjebasert kompensasjon. Denne bonusformen til ledelsen har vært gjenstand for stor debatt. Selv om aksjebasert kompensasjon kan forbedre ledelsens incentiver, er den også en enkel og direkte måte ledelsen kan berike seg selv på og utnytte aksjonærene.²² Måten den aksjebaserte kompensasjonen designes på, er gjenstand for det samme agentproblemet som det opprinnelige mellom eier og ledelse.²³ Ledelsens kompensasjon er et resultat enten av forhandlinger mellom styret og ledelsen eller av markedskrefter, og ingen er optimale.

Aksjebasert kompensasjon er et nyttig ”corporate governance” virkemiddel, men detaljene er viktige. Måten mange bonusordninger i dag er utformet på, skiller ikke mellom resultater som kommer av trender innen industrien eller markedet, og resultater som kommer av dyktig ledelse. Spørsmålet er om det ikke heller bør innføres en markeds- eller sektorindeks som filtrerer ut all økning i aksjeverdi som ikke har med prestasjonene til ledelsen i bedriften å gjøre. Ledelsen har derimot fortsatt incentiver til å manipulere signaler om bedriftens verdi, og derfor bør utformingen av den aksjebaserte kompensasjonen også sørge for at ledelsen har langsiktige interesser i aksjeverdien.

Nylig ble den tidligere WorldCom sjefen Bernard Ebbers dømt til 25 års fengsel for sin rolle i selskapets store finansskandale. Analyser i etterkant har pekt på styrets forhold til ledelsen og aksjebasert kompensasjon som noen av faktorene til skandalens store omfang.²⁴ Ledelsens kompensasjoner var svært sjenerøse, og oppsiktsvekkende nok økte denne sjenerøsiteten de siste to årene da WorldCom leverte de dårligste resultatene. Ebbers hadde stor innflytelse på hva som skjedde i selskapet, og hva som ble vedtatt av styret. Selskapet hadde vokst enormt under ledelse av Ebbers, og han nøt enorm respekt fra styret. Flere av styremedlemmene var tidligere eiere av selskaper som ble kjøpt opp av WorldCom. Disse hadde gjennom en lang periode tjent mye penger på sine aksjer i WorldCom og hadde derfor stor tillit til konsernsjefens vurderinger. De siste to årene var alle styrevedtak enstemmige, og mye tyder på at styret var lite uavhengig av Ebbers og resten av ledelsen i selskapet.

²² Becht, Bolton & Röell (2003)

²³ Bebchuk & Fried (2003)

²⁴ Møll (2003)

Amerikansk forskning har vist at ledelsens kompetansenivå og styrets grad av uavhengighet henger sammen.²⁵ Hvis ledelsen er anerkjent for å være dyktig og nyter stor respekt av styret, kan vi få tilfeller der den kontrollerte har kontroll over sine kontrollører. Bedriftens resultater og styrets overvåking avslører ledelsens dyktighet. Graden av overvåking er avhengig av styrets uavhengighet. Styreutnevnelser skjer etter forhandlinger mellom ledelsen og det nåværende styret, og ledelsens dyktighetsnivå bestemmer forhandlingskraften. Hvis bedriften gjør det bra, vokser ledelsens forhandlingskraft, som igjen fører til at styrets uavhengighet avtar. Dermed blir resultatet at ledelsen overvåkes i mindre grad jo lenger de har hatt sine stillinger, og vi får en gradvis svekkelse av styrets effektivitet over tid.

2.4 Styrets rolle

Hvorvidt en bedrifts mål bare er å maksimere aksjonærverdien,²⁶ eller om det har andre forpliktelser,²⁷ er et gammelt tema innen ”corporate governance”. Det kan argumenteres at en bedrift også har forpliktelser som innovasjon, langsiktighet og samfunnsansvar.²⁸ Eiere betrakter et styre som et redskap de kan bruke til å styre og kontrollere bedriften og dens ledelse. Ledelsen kan bruke styret som et serviceorgan som kan bistå med kunnskap, kapasitet og nettverk. Ansatte har interesse av at styret sikrer arbeidsplasser og godtgjørelser, pluss at bedriften har høy anseelse i lokalsamfunnet. Mange hevder at styret også bør ta hensyn til politiske interesser som distrikt, likestilling og miljøvern. I tillegg vil også kreditorer ønske at deres interesser ved økonomiske krisesituasjoner blir ivaretatt.

Når det gjelder styrets rolle og oppgaver er min intensjon å forklare noen sider av de mange ulike rollene et styre kan spille, ikke å sette opp klare skillelinjer. Kravene til et styre vil variere med mange ulike faktorer, deriblant om virksomheten er offentlig eller privat. Styret kan for det første betraktes som det øverste styringsorganet.²⁹ Dette impliserer at styret har ansvar for at bedriften løser de oppgavene den er tildelt i samfunnet, og at oppgavene løses på en mest mulig kostnadseffektiv måte. Dette gjelder både i privat sektor, der styret er et bindeledd mellom eiere og ledelse og har ansvar for at viktige beslutninger tas i eiernes

²⁵ Hermalin & Weisbach (1998)

²⁶ Berle (1931)

²⁷ Dodd (1932)

²⁸ Norske Skogs nylige vedtak om å legge ned Union-fabrikken i Skien medførte stor debatt i Norge om bedrifters samfunnsansvar. (Dagens Næringsliv: ”Fyrer løs mot næringslivet” 4.august 2005)

²⁹ Reve (1993)

interesser, og i offentlig sektor, der styret er et bindeledd mellom politiske myndigheter og administrativ ledelse. Det er essensielt at det opprettes en klar arbeidsdeling mellom styret og den daglige ledelsen. Styringsrollen kan deles opp i kontroll, strategi og service.³⁰

Kontroll er et kortsiktig perspektiv der økonomiske saker står sentralt. Dette kan være ansettelse og eventuelt avskjedigelse av daglig leder, direkte kontroll i krisetider, og vurdering av ledelsens beslutninger. Styret benytter budsjetter, regnskaper og bedriftens eget styringssystem for å sikre seg den nødvendige informasjon og oversikt for å ivareta kontrolloppgaven. I praksis er det derimot ofte den eksisterende lederen som velger sin etterfølger, og styremedlemmer inntar som oftest en rådgivende rolle framfor å være kritiske.³¹ Mange styrer opptrer også som en bremsekloss for beslutninger som allerede er fattet.

Strategisk ledelse innebærer beslutninger som binder ressurser over lang tid, og valget har stor betydning for bedriftens lønnsomhet. Dette kan være avgjørelser om inngang i nye markeder, satsing på forskning og utvikling, eller eventuelle endringer i produksjonskapasitet. Bedrifter er avhengig av å tilpasse seg endringer i omgivelser og rammebetingelser slik at de blir levedyktige også i framtiden. I privat sektor er hovedelementene konkurranseevne og lønnsomhet, mens innenfor offentlig sektor er strategi viktig for å beholde sin legitimitet og støtte gjennom budsjetter og andre ressurser. Strategi er av et styres aller viktigste oppgaver, men det får ofte lite oppmerksomhet.³² Utvikling av strategi krever samspill mellom styret og ledelsen i et firma. Mangfold i styret i form av erfaring, synsvinkler, og generell og spesifikk kompetanse kan øke kreativiteten i et firma og bringe med seg nye tanker og visjoner. Dermed kan et godt sammensatt styre være en uvurderlig ressurs.

I USA har empiriske studier påvist en forskjell i styrer der ledelsen har stor innflytelse, og styrer med eierperspektiv.³³ Ledelsesdominans fører til kortsiktige resultatmål, framfor investeringer knyttet til forskning og utvikling av personalet og teknologi. Et styre som hovedsakelig består av eksterne, vurderer ledelsen ut ifra objektive finansielle kriterier, og dette fører til kortsiktige strategier. Består derimot styret av flere interne, er tilgangen på informasjon bedre, og ledelsen vurderes ut ifra kvaliteten på de beslutninger den tar.

³⁰ Huse (2003)

³¹ Mace (1986)

³² Selvik (2001) og Huse (2003)

³³ Baysinger & Hoskisson (1990)

Servicefunksjonen betrakter styret som en billig ressurs.³⁴ Å investere i gode styremedlemmer er billigere enn å bruke konsulenter. I tillegg er styremedlemmers incentiver til å hjelpe bedriften fordelaktige. I form av sitt styreverv føler styremedlemmer tilhørighet til bedriften, og de står også ansvarlige i henhold til aksjeloven. Elementer innen servicefunksjonen er rådgivning, kooptering, nettverk og legitimering. Rådgivning kan være i form av spesialister i for eksempel juss, teknologi eller finans, og fra erfarne aktører innen ledelse, strategi eller økonomistyring. Kooptering³⁵ er en mekanisme hentet fra sosiologi, som betyr at viktige aktører i firmaets omgivelser trekkes inn i styrende organer. Hensikten med dette er å gjøre dem vennlig innstilt til firmaet. På denne måten får bedriften kontroll og påvirkning over kritiske elementer i omgivelsene. Kooptering øker sannsynligheten for å oppnå framtidig støtte fra elementet som koopteres. Nettverkseffekten innebærer at styret kan brukes til å sikre bedriften et nettverk. Ved å ta inn viktige handelspartnere fungerer styret som en slags døråpner for bedriften, der styremedlemmer knytter kontakter både til bedriften og de andre styremedlemmene. Legitimitet betyr at bedriften ved å ha et kompetent og velrenommert styre sikrer seg et godt omdømme. Blant annet styrkes bedriftens kredittverdighet. Både styret og daglig leder er elementer i en banks kredittvurdering.

I tillegg til styringsfunksjonen kan styrets rolle deles opp i en formell del og en interessentdel.³⁶ I mange tilfeller spiller ikke styret den aktive styringsrollen som er blitt beskrevet. Ofte eksisterer styret bare fordi loven krever det. Når styret spiller den formelle rollen, er dets oppgave begrenset til å godkjenne saker hvor den egentlige beslutningen er tatt på nærmeste underordnede nivå. Dette gjør at ledelsen sitter med den egentlige makta, og styret brukes til det lovbestemte minimum som for eksempel å godkjenne budsjett og regnskap.

Interessentdelen er mest aktuell innen offentlig sektor. Styremedlemmer representerer ulike interesser både innenfor og utenfor virksomheten. Styret blir en arena for utøvelse av makt og politikk. Representasjon medfører en fare for at kooptering finner sted.³⁷ Styrerepresentasjon fører til medansvar og dermed redusert politisk påvirkning. Videre kan styremedlemmer opptre bundet, og hensynet til de ulike interessene kan gå på bekostning av bedriften. Et annet problem er blanding av roller ved at representativitet kan føre til politiske interessekonflikter

³⁴ Huse (2003)

³⁵ Mintzberg (1983)

³⁶ Reve (1993)

³⁷ Reve (1993)

og dannelsen av allianser. Dermed blir det viktig å overholde habilitetsregler og at styremedlemmer vektlegger integritet.

Mange empiriske studier og analyser i etterkant av finansskandaler har påvist at styrer ofte spiller en passiv rolle. Realiteten mange steder er at det er ledelsen som både ansetter og kontrollerer styret. Ledelsen er aktiv i å finne styremedlemmer som er tilbøyelig til å støtte deres disposisjoner, og resultatet av dette er et passivt styre. Agentproblemet mellom eier og ledelse er dermed løst ved at den ene parten overtar både ledelse og styring. Dette er en riktig løsning bare i de tilfeller hvor eier og leder er en og samme person, som for eksempel i en familiebedrift.³⁸

2.5 Styrets medlemmer

Styret skal kunne veilede ledelsen, og samtidig være et nødvendig korrektiv. Valget av styremedlemmer bør være avhengig av bedriftens totalsituasjon og hvilke øvrige personer som er med i styret. Følgende krav kan stilles til styremedlemmer:³⁹ Kompetanse, engasjement, selvstendighet og renommé.

Styrets kompetansenivå vurderes både for hvert styremedlem enkeltvis og for styret som helhet. Kompetansen kan være i form av faglige kunnskaper innenfor bransjen, finans, teknologi, markedet eller organisasjon, eller i form av erfaring fra lederstillinger eller spesielle personlige egenskaper. Mange styrer har blitt kritisert for å være for like. Styrene består ofte av menn med samme utdanning og fra samme omgangskrets som tenker likt. Andre elementer er om styret trenger spesialkompetanse, og om styrets kompetanse skal være lik eller ulik den type kompetanse ledelsen innehar.

Engasjementkravet henspiller på styremedlemmers tid, interesse og motivasjon til å gjøre jobben. Styredeltakelse er arbeidskrevende, og det er ikke nok å være særdeles dyktig hvis man ikke har tid til styrearbeidet. Empirisk materiale viser at det finnes mange

³⁸ Reve (1993)

³⁹ Huse (2003)

styregjengangere.⁴⁰ Samtidig bør det også nevnes at ikke alle styreverv krever like mye oppmerksomhet og tid.

Kravet til selvstendighet og integritet innebærer at styret bør være psykisk og finansielt uavhengig av ledelsen og andre interessenter. Det ideelle er at et styremedlem skal representere selskapet, og ikke de ledere som har sørget for at personen har fått styrevervet.⁴¹ Det samme gjelder for styremedlemmer valgt av ansatte, politikere og politisk valgte representanter. Det er innenfor selvstendighetskravet klassifiseringen av interne og eksterne styremedlemmer dukker opp. Interne styremedlemmer defineres ofte som personer som samtidig er i firmaets ledergruppe, men uklarhetene er mange. Det finnes utallige måter å ha bånd til ledelsen og andre interessenter på, som for eksempel familiebånd, forretningsforbindelser og personlig vennskap. Hva som gjør et styremedlem uavhengig, og hvem styremedlemmet bør være uavhengig av, varierer dermed kraftig både på tvers av bransjer, eierstrukturer, bedrifter og land.

Valget av styremedlemmer kan også brukes til å legitimere bedriften og dens virksomhet. Anerkjente styremedlemmer påvirker bedriftens renommé. Dette er en av forklaringene på hvorfor styremedlemmer ofte er eller har vært ledere i store selskaper. Renommékravet forklarer også de tilfellene der kjendiser med ulik bakgrunn velges inn i styret.

Klassifiseringen av styremedlemmer kan som nevnt tidligere ta mange former. Jeg har valgt å klassifisere etter hva som har preget samfunnsdebatten den seneste tiden, og vil i tur og orden diskutere forskjellige aspekter ved toppledere, styreproffer, eksperter, ansatte, styremedlemmer med eierandeler og daglig leders rolle i styrerommet. Kvinners rolle og rett til styreplass drøftes i kapittel 2.6.

2.5.1 Toppledere

Ekspertisen til toppledelsen i store bedrifter kan kalles en knapp ressurs. Andre bedrifters toppledere betraktes som faglig sterke og er derfor en viktig ressurs i et styre.

Kompetansenivået er høyt grunnet størrelsen og kompleksiteten i bedriften de leder. Grunner

⁴⁰ Økonomisk Rapport: nr.05/2003 "Gjengangere på børsen" og nr.05/2004 "Langt fra målet"

⁴¹ Lindholt (2005): "Eierskap og virksomhetsstyring" Foredrag UiO 19. august 2005

til at toppledere vil ha styreverv kan være av hensyn til personlig prestisje, for å utvide nettverket sitt, eller som et middel til å utvikle eget kompetansenivå.⁴²

Store bedrifter har ofte store kontaktnett, noe som krever forhandlinger med mange parter. Bedrifter kan bruke både egne styreverv og utplassering av ledelsen i andres styreverv til å knytte kontakter og utvide nettverket. Denne tosidige nettverkeffekten er en gunstig konsekvens av at toppledere har styreverv i andre bedrifter.⁴³ Mange godt renommerte toppledere i styret har også en positiv effekt på bedriftens anseelse.⁴⁴ Det antas utad at anerkjente styremedlemmer har en positiv effekt på bedrifters resultater. En annen innfallsvinkel er kooptering. Toppledere i andre bedrifter kan trekkes inn i styret for å få kontroll over eksterne beslutninger som påvirker bedriften. Topplederes tid og motivasjon til å yte stor innsats i for mange bedrifter er også et tema. For mange andre oppgaver kan gå på bekostning av både egen jobb og styrearbeidet.

Et annet kompliserende element er balanserende styreverv og dets konsekvenser på styrets uavhengighet. Et balanserende styreverv er når ledelsen i to bedrifter sitter i hverandres styreverv. Dette gjør at de kan velge å støtte hverandre. Det er grunnlag for å tro at balanserende styremedlemmer ofte vil opptre i tråd med ledelsens interesser, siden de kan regne med at tjenesten gjengjeldes i deres egne styreverv.⁴⁵ Mye kritikk og advarsler har vært rettet mot balanserende styreverv. Man anerkjenner toppleres viktige bidrag innen styrearbeid, men advarer mot innlåsningsallianser og effekten av dette.

2.5.2 Styreproffer

Ulike definisjoner er knyttet til det å være en styreproff. Betegnelsen brukes både om styremedlemmer som har styreverv som levebrød, og om styremedlemmer med tidkrevende jobber i tillegg til flere styreverv. Det er delte meninger om hvorvidt norske styreverv bør satse på styremedlemmer med styrearbeid som profesjon.⁴⁶ Styrearbeid forutsetter at man har direkte kontakt med hva som foregår i næringslivet, og variert praksis er en verdifull ballast. Hvis styrearbeidet er det eneste man driver med, blir man raskt for snever, og styret vil gå

⁴² Fich & White (2001)

⁴³ Booth & Deli (1996)

⁴⁴ Huse (2003)

⁴⁵ Greve (1995) og Stensbak (2003a)

⁴⁶ Bredal (2000)

glipp av verdifullt mangfold. Næringslivet er i stadig forandring, og styremedlemmers kompetanse og erfaring kan, hvis de ikke er i operativ virksomhet, gå ut på dato. På den annen side kan det argumenteres for at profesjonelle styremedlemmer bringer med seg verdifull spisskompetanse. Min videre bruk av uttrykket ”styreproffer” tar for seg personer med flere styreverv i ulike bedrifter som følge av antall verv, får en stor arbeidsmengde.⁴⁷

Empiriske undersøkelser har vist at en liten gruppe personer kontrollerer en betydelig andel av styrepostene i norske børsselskaper.⁴⁸ Daværende næringsminister Ansgar Gabrielsen uttalte på et seminar om styresammensetning i 2003:

”Er kretsen av mennesker det velges fra for snever, og går vi på denne måten glipp av variert erfaring, originalitet og kompetanse? Det er mye tryggere å holde seg til de man kjenner eller kjenner til, enn de man ikke har hørt om. (...) Litt for mange styrer er litt for like hverandre. Det er ikke bra for verdiskapningen.” (Økonomisk Rapport: nr.05/2003, *”Gjengangere på børsen”*)

Kritikken rammer dermed både styresammensetningen og måten styremedlemmer blir valgt på i norske bedrifter. Hodejeger Jens Petter Heyerdahl i ISCO Group påpeker også at mangfold i styrerommet er lønnsomt, både i form av motivasjon, bredde og kompetanse.⁴⁹ I tillegg til flere kvinner, er det også bruk for folk med annen utdanningsbakgrunn enn jurister, økonomer og ingeniører, pluss folk med annen hudfarge.

I tillegg til argumentene om mangfold og bredere kompetanse, spiller også tids- og ressursbruk en avgjørende rolle. Styremedlemmer med mange styreverv kan få en arbeidsmengde som er umulig å håndtere, noe som igjen går utover bedriftens beslutningstaking og effektivitet. Det hjelper lite med høyt kompetansenivå hvis man ikke har tid til å gjøre jobben. At styremedlemmer forplikter seg til for mange styreverv, kan føre til økt spillerom for ledelsen i bedriften. Grunnet prestisje og lønn tar styremedlemmer ekstra styreverv selv om de ikke har tid og ressurser til å gjøre en god jobb. Redusert overvåking og kontroll av slike styremedlemmer innebærer større agentkostnader for eiere, og dermed står ledelsen friere til å ivareta egne interesser. Dette har gjort at forslag om å lovbegrense antall styreverv har vært på agendaen.

⁴⁷ Ofte brukes også betegnelsen ”styregrossister” om disse personene.

⁴⁸ Økonomisk Rapport: nr.05/2003: *”Gjengangere på børsen”* og nr.05/2004: *”Langt fra målet”*

⁴⁹ Økonomisk Rapport: nr.06/2002: *”Styrevalg i blinde”*

Amerikansk forskning har derimot kommet fram til en del interessante aspekter når det gjelder antall styreverv.⁵⁰ Ved å teste hypotesen om at styremedlemmer med for mange verv blir så opptatt at de ikke kan gjøre jobben sin godt nok, fant man ingen bevis på at flere styreverv reduserer effektiviteten eller likviditeten, pluss at antall styreverv holdt av et styremedlem har en positiv effekt på bedrifters resultater.⁵¹ Intuisjonen bak dette er at det å inneha flere styreverv indikerer at styremedlemmet er av god kvalitet.⁵² Å bli ansatt i flere styrer kan være et resultat av gode resultater i bedriftene der personen tidligere har innehatt styreverv. I tillegg kan det å inneha flere styreverv bringe med seg lærerike erfaringer for et styremedlem, og dermed øke både personens kompetansenivå og nettverk. Dårlige resultater for en bedrift straffer seg i arbeidsmarkedet for styremedlemmer. Både styremedlemmene i bedriften og bedriftsledelsen får svekket omdømme og reduserer sine muligheter for framtidige styreverv.⁵³

Et annet element er effekten på bedriftens renommé. Styremedlemmer med flere styreverv er som oftest anerkjente som kompetente personer, og tilstedeværelsen av disse i bedriftens styre har positiv innvirkning på bedriftens anseelse utad. Dette impliserer at en lovregulering av antall styreverv ikke nødvendigvis er en riktig vei å gå. Valgfrihet gjør at eiere selv kan vurdere om et styremedlem har kapasitet til å gjøre en god jobb for bedriften.

Et siste kompliserende element er styreproffers grad av uavhengighet. Det har blitt påvist en sammenheng mellom valget av styremedlemmer med flere styreverv og styrets uavhengighet i forhold til ledelsen.⁵⁴ Hvis ledelsen har innflytelse på valget av styremedlemmer, øker sannsynligheten for at en person med flere styreverv velges. Det hevdes at dette henger sammen med måten styremedlemmer rekrutteres på. Man velger ut ifra hvem man har kjennskap til. Mange år med gjengangere i styret har skapt en slags ”gutteklubben grei” effekt, der man gjør vennetjenester for hverandre, og styret ikke opponerer mot ledelsen.

⁵⁰ Ferris Jagannathan & Pritchard (2003). Nylig har også en norsk forskningsrapport konkludert med at såkalte styregrossister har en positiv effekt på verdiskapningen i en bedrift, (Bøhren & Strøm, 2005).

⁵¹ Kausaliteten i undersøkelsen kan settes i tvil. Et styremedlem i en bedrift med gode resultater, kan få flere styreverv som følge av de gode resultatene. Å konkludere med at denne bedriftens resultater er gode grunnet styremedlemmer med flere styreverv, kan derfor være forhastet.

⁵² Fama & Jensen (1983)

⁵³ Kaplan & Reishus (1990)

⁵⁴ Shivdasani & Yermack (1999)

2.5.3 Ekspertes

Med eksperter menes profesjonelle rådgivere som innehar styreverv for å dekke spesielle behov bedriften måtte ha. Dette kan være forretningsadvokater og finansfolk med forskjellig type kompetanse. Det har blitt sådd tvil om enkelte yrkesgruppers habilitet innen styrearbeid.⁵⁵ Dette har gjort at for eksempel revisorer og banksjefer har en yrkesetikk som fraråder dem styreverv. Forretningsadvokater burde kanskje også hatt samme regler.

En revisors oppgave er å foreta en bekreftelse for brukerne av regnskapet av den økonomiske informasjonen som virksomheten legger frem. Verdien av revisors arbeid er avhengig av at brukerne av regnskapet har tillit til at revisjonen foretas på et kompetent og objektivt grunnlag. Det stilles derfor høye krav til en revisors kompetanse, objektivitet, uavhengighet, integritet og profesjonalisme. Dette medfører at det er lagt restriksjoner på revisors finansielle interesser og personlige relasjoner til sine klienter. Et styreverv setter revisor i en uheldig dobbeltrolle. Når det gjelder bankenes rolle, kan flere momenter nevnes. Banker kan benytte makten som styrerepresentasjon gir, til å vedta enda mer banklån.⁵⁶ I form av styrerepresentasjon kan en bank få en bekymringsfull innflytelse på næringslivet.⁵⁷ Den kan blant annet hindre konkurranse på de markedene som kundene betjener. Dette kan for eksempel skje ved at banken i kraft av sitt styreverv, sørger for at bedriften inngår handelsrelasjoner med andre bedrifter som har et kundeforhold til banken. Forretningsadvokater er på sin side blitt kritisert på grunn av at det har oppstått tilfeller der tilstedeværelsen av en advokat i et styre har ført til forfordeling av denne advokatens kontor.⁵⁸

Bruken av profesjonelle rådgivere har flere sider.⁵⁹ Det har blitt hevdet at disse på tross av sin spisskompetanse innenfor et spesielt område ikke er godt egnet til å være styremedlemmer. Kritikken dreier seg om at profesjonelle rådgivere ikke ønsker å framstå som kontroversielle eller innta "kostbare" standpunkter for å ikke ødelegge renommeet sitt i forhold til potensielle oppdragsgivere. Resultatet er at de lettere blir fanget av andre hensyn enn det som best tjener

⁵⁵ Huse (2003)

⁵⁶ Aoki, (1984)

⁵⁷ Nilssen (1995)

⁵⁸ Advokat og styreleder Kjell Torkildsen i Norsk Filmstudio sørget nylig for at hans eget advokatselskap fikk oppdraget med å selge statens filmstudioer, uten at det på forhånd ble lagt ut på offentlig anbud. (Dagens Næringsliv: "Sikret eget firma millionkontrakt" 8.august 2005)

⁵⁹ Wikborg Rein/ Econ Management (2002): "Corporate Governance: God virksomhetsstyring"

selskapets interesser. Andre hevder derimot at innhabilitets- og uavhengighetsspørsmålene har tatt for vide rammer, og at dette hemmer kompetansenivået innen styrer.

2.5.4 Ansatte

I Skandinavia har det vært tradisjon for at styremedlemmer skal være uavhengig av ledelsen. En viktig forskjell mellom Skandinavia og USA er at firmaets toppledergruppe sjelden er representert i skandinaviske styrer. I USA derimot har tilstedeværelsen av denne gruppen, omtalt som interne, vært gjenstand for mange analyser. For å motvirke passive styrer og ledelsesdominans har fokus i USA det siste tiåret vært rettet mot eksterne uavhengige styremedlemmer. Nylig har derimot interne styremedlemmer blitt anerkjent for å være en viktig ressurs ved at de har bedre informasjon om bedriften. Styrets kostnader ved å utføre både sin kontrollerende og rådgivende rolle reduseres dermed ved tilstedeværelse av interne.

I Norge spiller ansatte i styret en helt annen rolle. Det er lovpålagt å ha ansattevalgte styremedlemmer. Da loven ble innført, protesterte mange næringslivsledere. Argumentet var at styret bør være i stand til å ta et helhetsperspektiv med bedriften i sentrum, og at innførselen av ansatte ville medføre lojalitetskonflikter og uheldige partsinteresser. Erfaringen har derimot i hovedsak vært positive, og de ansattevalgte spiller mange ulike roller avhengig av hvilken synsvinkel man ser det fra.⁶⁰ De kan ivareta ansattes interesser, ved å bidra med kunnskap om bedriftsinterne ting som kan være vesentlig for styrets beslutninger. Styret får på denne måten bedre forståelse for ansatte og deres situasjon. Ved å ha en vakthund i styret sikrer ansatte seg tidlig informasjon om hva som skjer i bedriften, og dermed kan de forsøke å påvirke beslutninger. På den annen side kan de fungere som et middel for styret til å påvirke ansatte. Det er lettere for en bedrift å lykkes med en omstilling hvis de ansatte føler de har påvirkning og medbestemmelse over beslutningen.

Ansattevalgte styremedlemmer har ofte en annen bakgrunn enn andre styremedlemmer, noe som kan medføre mangfold og verdifulle synsvinkler. Eiere tenker ikke bestandig på bedriftens beste. Hensynet til kortsiktig avkastning kan være skadelig. Ansatte har interesse av bedriftens soliditet, og langsiktig overlevelse og tilstedeværelsen av ansatte i styret kan

⁶⁰ Bredal (2000)

være med på å sikre dette. Den ansattevalgte selv kan også tjene på styrevervet ved at de ”oppdages”, og får en bra jobb i eller utenfor bedriften.

Det hevdes derimot at ansattevalgte mangler kompetanse i de fleste saker som er styrets hovedoppgaver, og at de hemmer styrets beslutningsdyktighet.⁶¹ Dette kan dreie seg om bedriftsøkonomiske rapporteringsrutiner og grunnleggende forståelse av økonomi og krav om avkastning. Et annet problem er at de enten blir for passive eller for detaljorienterte. Ansattevalgte har derfor ofte et stort behov for opplæring, noe som bedrifter sjelden prioriterer. De blir bundet i en lang rekke saker til et kollegialt ansvar i styret uten å ha forutsetninger for å bedømme situasjonen.

2.5.5 Styremedlemmer med eierandeler

Økonomisk teori predikerer at styremedlemmer selv bør være eiere av bedriften. Bakgrunnen er at det er eierne som sitter igjen med den endelige risikoen, og at styremedlemmer med eierskap sikrer et selvstendig styre. Dette har to sider: Styremedlemmer bør velges blant eierne, og styremedlemmer bør få incentivordninger i form av eierinteresser. Aksjonærer i styret kan sikre at deres investeringer blir forvaltet på best mulig måte. Derimot kan styret fort bli en arena for maktkamp blant forskjellige aksjonærer. Med spredt eierskap er dilemmaet hvilke eiere som skal sitte i styret, og i hvilken grad disse ivaretar alle aksjonærers interesser eller bare sine egne. Med konsentrert eierskap kan man fort få tilfeller der en dominerende storaksjonær utnytter mindre aksjonærer.⁶²

Incentivordninger som for eksempel opsjoner har til hensikt å knytte sentrale ressurspersoner til selskapet og gjøre dem personlig engasjert i driften. Det strides om styremedlemmer bør få opsjoner.⁶³ På den ene siden hevdes det at opsjoner er en kilde til drivkraft og motivasjon, mens det på den annen side påpekes at bruken av opsjoner kan hindre objektivitet. Opsjoner kan sikre at eiere og styre får samme mål, men samtidig kan styrets tilsynsfunksjon bli lammet. Styret kan bli fanget av personlige interesser, og dermed gå på tvers av bedriftens langsiktige interesser, de ansattes interesser og det samfunnsansvar som følger med et styreverv. Eksempelvis kan styret være med på å hausse opp bedriftens aksjeverdi uten at det

⁶¹ Bøhren & Strøm (2005)

⁶² Jamfør diskusjonen om eierstruktur i kapittel 2.2.

⁶³ Bredal (2000)

er reelt grunnlag for dette, eller de kan sende en bedrift på børs før det er modent. Store krav stilles dermed til styremedlemmers integritet. Hensynet til ens omdømme og trusselen om å bli straffeforfulgt ved vanstyre gjør at styremedlemmers egne interesser ved opsjoner dempes. Et annet element er at uten bruken av opsjoner ville mange bedrifter ikke hatt råd til et styre av ønsket kvalitet. Å knytte betalingen til framtidig utvikling er lettere enn høye kontanthonorarer. Styremedlemmer får da betalt for det de oppnår, og hvis de ikke lykkes, får de ikke betaling i det hele tatt.

Empiriske studier fra USA har analysert forholdet mellom styre, eierskap og aksjepris.⁶⁴ Konklusjonen ble at markedet hadde en positiv vurdering av bedrifter der styrene hadde en viss eierandel (opp til 5%), mens eierandeler over dette faktisk førte til fall i vurderingen av bedriften. Intuisjonen bak dette kan være at markedet ønsker at styret har visse incentiver, men er skeptisk overfor eierandeler som gir styret mulighet til å dominere bedriften.

Et skrekkeeksempel på bruk av opsjoner og samrøre mellom styre og ledelse er konkursen i Enron.⁶⁵ Svært aggressiv og til tider ulovlig regnskapsføring ga inntrykk av at selskapet gikk bedre og var mer verdt enn de faktiske forholdene skulle tilsi. I tillegg til skyhøye honorarer og tvilsomme konsulentoppdrag hadde styremedlemmene i Enron en stor del av sin betaling i form av opsjoner. Dette gjorde at de fikk sammenfallende interesser med Enrons ledelse om å øke aksjekursen. Ledelse og styre var gjensidig avhengig av hverandre for å gjennomføre diverse tvilsomme regnskapsgrep, og styret var helt klart ikke uavhengig av ledelsen.

2.5.6 Daglig leder og styreleder

Styrelederen står i en særstilling i forhold til andre styremedlemmer.⁶⁶ En styreleder må ha en sterk personlighet og en sterk faglig ballast. Arbeidet er krevende, og det tar mye tid. Styrelederen påvirker både prioriteringer og tempo og må i størst mulig grad sørge for at alle styremedlemmers samlede kompetanse utnyttes. Engasjement kreves for at styrelederen skal forstå kompliserte strukturer og ha et øye for bedriftens indre liv. En av styrelederens aller viktigste roller er kontakten med den daglige lederen. Relasjonen og samspillet mellom disse er viktig. Styreleder og daglig leder skal både komplettere hverandre og fungere som et

⁶⁴ Morck, Shleifer & Vishny (1988)

⁶⁵ Møll (2003)

⁶⁶ Bredal (2000)

radarpar.⁶⁷ En styreleder kan ha ulike roller avhengig av bedrift, bransje eller ledelse. Rollene kan eksempelvis være instruerende, rådgivende eller passiv.

Selv uten reelle posisjoner i styret har ledelsen påvirkning på styrets rolle og dets beslutninger. I mange bedrifter har ledelsen i tillegg formell makt i styrerommet. I amerikansk og engelsk styretradisjon er det vanlig at daglig leder også er styreleder. Med tanke på de ulike interessekonflikter som kan oppstå mellom ledelsen og eierne i en bedrift, er det ikke vanskelig å forstå at flere reformforslag foreslår å skille disse posisjonene. Lovverket i Norge tar hensyn til dette. Daglig leder kan ikke velges til styreleder dersom aksjekapitalen er over tre millioner kroner. Mange har også satt spørsmålstegn ved om daglig leder bør inneha et vanlig styreverv, og om andre personer i selskapets toppledergruppe bør være med i styret. I USA er dette helt vanlig, og uttallige forskningsstudier har konkludert i ulike retninger om betydningen av interne og eksterne styremedlemmer.⁶⁸ Avveiningen blir mellom styrets grad av uavhengighet, kontra bedre informasjonstilgang og sterkere identifisering mellom bedriften og styret.

Overføringsverdien av oppdelingen i interne og eksterne styremedlemmer til norske forhold hevdes å være liten. Norske styrer er betraktet som mer uavhengig av den daglige ledelsen enn tilfellet er i USA. Empiriske undersøkelser i norske små og mellomstore bedrifter⁶⁹ viser imidlertid at daglig leder normalt sett også er styremedlem, og at en tredjedel av norske små og mellomstore familiebedrifter har sin daglige leder som styreleder. Et annet forhold som ikke er uvanlig i de små og mellomstore bedriftene, og som faktisk også er tilfelle i Norges nest største børsnoterte selskap, er at styrelederen er en tidligere konsernsjef i selskapet.⁷⁰ Det hevdes at bedriftenes tidligere konsernsjefer har fordelaktig informasjon og kompetanse om bedriften. Konsekvensen kan derimot bli at bedriften mister det nødvendige korrektivet i form av et uavhengig styre, og at det er vanskelig for eksterne styremedlemmer å være i opposisjon.

⁶⁷ Selvik (2001)

⁶⁸ Bøhren & Strøm (2005) konkluderer overraskende med at tilstedeværelsen av bedriftens toppledelse i styret er positivt for verdiskapningen i norske bedrifter.

⁶⁹ Lervik m.fl. (2004)

⁷⁰ Hydro har hatt en praksis der avgåtte konsernsjefer blir styreformenn. I 2001 ble Hydros generaldirektør gjennom ti år, Egil Myklebust, valgt som ny formann i Hydros styre. Den tidligere praksisen med at konsernsjefen også sitter i styret, er nå avviklet. (Økonomisk rapport, nr 01/2002: "Myklebusts styremanifest")

2.6 Kvinner i styrerommet

Selskapslovgivningen i Norge ble endret ved årsskiftet 2003-2004. Barne- og familiedepartementet stod bak lovforslaget og begrunnelsen bak.⁷¹ Alle offentlige foretak ble lovpålagt et minimumsantall av hvert kjønn i sine styre på tilnærmet 40%. Blant privateide selskaper ble allmennaksjeselskaper pålagt samme regler, mens aksjeselskaper ble holdt utenfor. Aksjeselskaper er ofte små eller mellomstore bedrifter, typisk familiebedrifter, der ledelsen av bedriften har et personlig preg og eierne selv er i styret. Hensynet til den direkte representasjonen fra eiere, gjorde at et krav på styresammensetning for denne selskapsformen ville gått for sterkt ut over eierrådigheten. Det innføres også særskilte bestemmelser om kjønnsrepresentasjon blant de ansattevalgte styremedlemmene, blant annet for å unngå at kravet til kjønnsrepresentasjon i styret blir oppfylt utelukkende av de ansattes representanter.

Lovendringen for de privateide allmennaksjeselskapenes del ble vurdert i sammenheng med hvordan kjønnsrepresentasjonen i disse selskapene utvikler seg fram til 1. juli 2005, og den settes ikke i kraft dersom den ønskede kjønnsrepresentasjonen oppnås frivillig. I januar 2004 oppfylte 6,4% av allmennaksjeselskapene lovens krav om kjønnsrepresentasjon blant eiervalgte styrerepresentanter. Siden loven ble foreslått, er kjønnsrepresentasjonen blitt forbedret, men det er fortsatt langt igjen til regjeringens målsetning er oppnådd. Tall fra Statistisk Sentralbyrå⁷² viser at bare 17% av allmennaksjeselskapene har innfridd kravene i juli 2005. Bak tallene finner man imidlertid at industrinæringen og store bedrifter kommer bedre ut enn det aggregerte resultatet. Fortsatt er det usikkert hvordan myndighetene vil håndtere denne saken. Barne- og familiedepartementet uttaler at den nye regjeringen foreløpig ikke har tatt stilling til når lovforslaget skal iverksettes, eller eventuelt om det skal avvikes.⁷³

Kvinner inntreden i styrerommet har mange sider. For det første har vi den tilleggsdimensjonen kvinner representerer i styrearbeidet. Kvinner i ledelse og i styrerom utgjør en viktig ressurs, og det er forholdsvis bred enighet om at næringslivet må benytte seg av dette.⁷⁴ Flere kvinner vil gi et større mangfold og flere meningsbrytninger. Grunnet den lave andelen kvinner som innehar prestisjefylte styreverv, har det kommet argumenter om at

⁷¹ Ot.prp.nr.97 (2002-2003)

⁷² SSB "Langt igjen til likestilling i styrerommene", 17. august 2005

⁷³ Kilde for denne opplysningen er familie- og likestillingsavdelingen i Barne- og familiedepartementet.

⁷⁴ Bøhren & Strøm (2005) kommer også her med en kontroversiell konklusjon: Homogenitet i styret er bedre enn mangfold, og tilstedeværelsen av kvinner i styret har en negativ effekt på bedrifters verdiskapning.

kvinner som takker ja til styreverk, tar oppgaven virkelig på alvor.⁷⁵ Dermed blir kvinner en god investering og gir valuta for pengene i form av oppmerksomhet, tid, engasjement og større bredde og spennvidde i styrerommet. Kvinner har ofte et annet perspektiv enn menn.⁷⁶ Med fare for å bli for stigmatiserende kan man si at menn representerer kapital og sak, mens kvinner står for humanisme, omsorg og omtanke for medarbeideren. Styrets arbeidsform påvirkes også ved at tilstedeværelsen av kvinner skjerper mennene ved at disse forbereder seg bedre, pluss at de er berikende på det sosiale klimaet. En annen side er signaleffekten kvinnelige styremedlemmer skaper. Det å utvikle tillit er ingen uviktig oppgave for et styre, og kvinnelige styremedlemmer kan være med på å legitimere bedriften i forhold til omgivelsene.

Vel så viktig er derimot aspektene knyttet til rettferdighet og likestilling. I lovproposisjonen hevder regjeringen at den lave kvinneandelen i styrene er uheldig, og finner det helt nødvendig å gripe inn for å fremme en samfunnsutvikling som anerkjenner og gjør bruk av begge kjønns kompetanse.⁷⁷ Samfunnet bruker ikke den ressursen som kvinners kompetanse utgjør, hvilket er et ressurstap for landet. Det er på det rene at kvinner og menn kan fylle ledelsesfunksjoner i næringslivet på en like god måte, og at kvinners næringslivsrelevante utdanningsnivå og kompetanse ikke står tilbake for menns.⁷⁸ Styremedlemskap for en kvinne viser seg i stor grad å være en vei til topplederoppgaver,⁷⁹ og dermed er det gode grunner til å tro at lovforslaget vil bedre kvinners innflytelse og muligheter i næringslivet.

Forklaringen bak hvorfor kvinneandelen i ASA-selskaper er så lav, kan finnes i måten styremedlemmer rekrutteres på. Mannlige aksjonærvalgte styremedlemmer får i langt større grad sine verv gjennom sine nettverk enn det kvinnelige aksjonærvalgte styremedlemmer gjør.⁸⁰ Mange kvinner befinner seg utenfor slike nettverk, og dermed kommer ikke navnene deres opp på agendaen. Dette kommer som en konsekvens av hvem som eier og styrer kapitalen i Norge, og som følge av at de fleste "gutenettverk" er selvrekrutterende. Nettverk av denne typen kan føre til innlåsningsallianser som for eksempel balanserende styreverk eller

⁷⁵ Økonomisk Rapport: nr.06/2002: "Styrevalg i blinde"

⁷⁶ Huse (2003)

⁷⁷ Ot.prp.nr.97 (2002-2003)

⁷⁸ SSB: "Stadig flere med høyere utdanning" 23 september 2004

⁷⁹ Huse (2003)

⁸⁰ Selvik (2001)

andre former for lojalitetsbånd. Å tvinge inn en andel kvinner vil kunne bryte opp slike innlåsnings, og dermed være både bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk lønnsomt.⁸¹

På tross av anerkjennelse av kvinners kompetanse og erfaring er mange skeptiske til virkemidlene regjeringen bruker. Tvangskvotering rører ved et viktig prinsipp om at styrets sammensetning skal være selskapets rett fullt ut. Administrerende direktør i Siemens, Per Otto Dyb, hevder at det er farlig å gjøre kvinneandel til et mål i seg selv.⁸² Hvis ikke styret har den rette sammensetningen, eller hvis deler av styret ikke oppleves å være godt nok kvalifisert, svekkes raskt styrets gjennomslagskraft overfor resten av organisasjonen. Konsekvensen kan bli at reelle beslutninger fattes utenfor styrerommet. Det er en overvekt av kvinner med høyere utdanning i alle aldersgrupper opp til 50 år.⁸³ Dette er oppløftende tall på sikt, med hensyn til framtidig tilvekst og tilgang på kvinner i næringslivet og deltakelse i styret. Dyb hevder derfor at naturen bør gå sin gang, framfor å tvinge gjennom tvangskvotering. Videre påpeker han at en høyere kvinneandel kun gir det mangfoldet alle etterspør, hvis kvinner med tiden søker erfaring som gir den nødvendige kompetansen som styrerollen krever.

Kompetanse er et nøkkelord i denne sammenheng. De fleste vil nok hevde at kvinner og menns intellekt og utgangspunkt for kompetanse er tilnærmelsesvis lik. Problemet er at den mangeårige skjeve fordelingen av menn og kvinner i både styreverv og topplederstillinger, har skapt en ond sirkel. Erfaring fra tidligere styreverv eller topplederstillinger er et viktig kriterium i valg av styremedlemmer, og dette har uheldige ringvirkninger på dagens kjønnssammensetning i styrene. Regjeringen påpeker at lovforslaget er en langsiktig selskapsrettslig reform med langsiktige virkninger for norsk næringsliv, og derved det norske samfunn.⁸⁴ Avveiningen blir hvilke uheldige kortsiktige effekter man får, for å oppnå en gunstig langsiktig effekt.

En lovpålagt kvinneandel vil etter all sannsynlighet sørge for at kvinner oppnår den relevante kompetansen og med dette også bedrer sine muligheter ellers i næringslivet. Spørsmålet er om det finnes andre virkemidler som kan oppnå samme gunstige langsiktige effekt uten å være en trussel mot styrets funksjon og en bedrifts konkurransekraft på kort sikt. NHO vil utsette kvoteringen. De hevder at næringslivet er inne i en positiv utvikling med tanke på kvinners

⁸¹ Stensbak (2003b).

⁸² Dyb (2005)

⁸³ SSB: "Stadig flere med høyere utdanning" 23. september 2004

⁸⁴ Ot.prp.nr.97 (2002-2003)

innflytelse, og at denne utviklingen bør få fortsette.⁸⁵ Det hevdes at det å bidra konstruktivt til å synliggjøre kvinners kompetanse, og å etablere møteplasser og nettverk for å gjøre kompetansen tilgjengelig for bedriftene vil framskynde utviklingen ytterligere. Eksempler på dette er NHOs eget ”Female Future” prosjekt og diverse kvinnebaser.

For å ha tilstrekkelig tyngde og innflytelse er et styre avhengig av kontinuitet. Styremedlemmer trenger tid til å sette seg inn i bedriftens virksomhet og strategi. NHO hevder at læretiden til et styremedlem gjerne er tre til fire år uavhengig av om man er mann eller kvinne, og at dette er forklaringen bak hvorfor kvinneandelen etter lovforslaget ikke er helt i mål.⁸⁶ For å sikre kontinuitet i styrearbeidet er derfor bedriftene helt avhengig av å foreta en gradvis fornyelse av styret. Styreteori advarer mot stor gjennomstrømming av styremedlemmer og påpeker at det er viktig å ikke skifte for mange styremedlemmer samtidig.⁸⁷ Styremedlemmer med kort fartstid kan fort bli støttespillere for ledelsen. Det viser seg at ledelsen ofte har reell innflytelse over styrenominasjoner.⁸⁸ Dette gjør at styremedlemmer valgt i den nåværende ledelsens fartstid kan føle lojalitetsbindinger til ledelsen. Godt innarbeidete styremedlemmer med god kunnskap om bedriften er som oftest også bedre stilt til å overprøve ledelsen. I sum gir dette et potensial for at styremedlemmer som har vært i styret lenge er mer nyttige for eierne.

Akademikernes leder Christl Kvam påpeker derimot at det er kontinuiteten i styrene som er kjernen i problemet.⁸⁹ Hun hevder at det er en selvmotsigelse å skryte av flotte kvinnenettverk og samtidig mene at kvoteringen må utsettes for å sikre kontinuiteten og kompetansen i styrene. Ifølge Kvam er kvotering den eneste måten å bryte opp i den mannsdominerte styresammensetningen på.

En annen side er kvinnelige styremedlemmers måte å komme inn i ledende stillinger på ved en lovendring. Med rette eller urette kan det oppfattes som om det ikke er dyktighet og egnethet som er kriteriet bak styreutnevnelser.⁹⁰ Kvinner må ofte bevise at de innehar styreverv på andre meritter enn sitt kjønn for å bli betraktet som et fullverdig styremedlem. En lovpålagt kvinneandel kan i ytterste konsekvens skape A- og B-lag innen styrer.

⁸⁵ Bergesen (2005a)

⁸⁶ Bergesen (2005b)

⁸⁷ Greve (1996)

⁸⁸ Stensbak, (2003a)

⁸⁹ Kvam (2005)

⁹⁰ Bergesen (2005a)

Andre aspekter ved en eventuell lovendring er utformingen av den. Konsekvensen for et firma som ikke oppfyller lovens krav er tvangsoppløsning ved skifteretten. Barne- og familiedepartementet bemerker at det er vesentlig å ha et effektivt håndhevingssystem,⁹¹ mens kritikerne hevder at denne konsekvensen er uforholdsmessig streng. Videre åpnes det ikke for noen som helst dispensasjonsadgang. Bakgrunnen bak dette er at en dispensasjonsmulighet vil medføre en stor administrativ byrde, og en mulig uthuling av systemet. I tillegg vil også staten på en uheldig måte direkte bli involvert i selskapenes konkrete beslutningsprosesser når det gjelder valg av styre, pluss at det er vanskelig å finne klare og objektive kriterier. NHO på sin side mener at det er stor variasjon mellom de forskjellige allmennaksjeselskaper, og at det umulig kan finnes en bestemt modell som passer for alle.

Den foreslåtte lovendringen har satt kvinners rolle i styrerommet på agendaen, og påvirket samfunnet positivt. Den lave andelen av kvinnelige styremedlemmer har blitt beskrevet ved hjelp av et glasstak.⁹² Glasstaket er det usynlige nivået som kvinner lenge har hatt svært vanskelig for å trenge igjennom. Menn har lett for å rekruttere menn. Får vi flere kvinner med i styrene, vil de kunne foreslå andre, også kvinner. I tillegg kan kvinner som lykkes i næringslivet og får prestisjefylte styreverv, fungere som forbilder og mentorer for andre. Det kan argumenteres for at glasstaket nå er brutt, og at ytterligere sanksjoner ikke er nødvendig.

NHO kaller lovforslaget for både kvinnefiendtlig og eier-uvennlig.⁹³ Det første utgangspunktet i en styrenominasjon må være hva kandidaten har å tilføre. Alle er best tjent med at eiere velger kvinner på bakgrunn av den kompetanse, erfaring og tilleggsdimensjon de medfører, ikke på bakgrunn av at de er kvinner. Mangfold og variasjon, innenfor visse rammer, er bedre enn enfold og ensretting i styrerommet.⁹⁴ Kvinner er bare et av mange virkemidler for å øke mangfoldet i styrerommene. Andre elementer kan være alder, utdanning, personlighetstyper, fagkompetanse, bakgrunn og bosted.

⁹¹ Ot.prp.nr.97 (2002-2003)

⁹² Huse (2003)

⁹³ Bergesen (2005b)

⁹⁴ Selvik (2001)

2.7 Styrets størrelse

Styrer er normalt sett mye større i USA enn i Norge.⁹⁵ Ofte er antall styremedlemmer i de store amerikanske bedriftene mellom 15 og 20 personer, og dette gjør at styrene lett blir for tunge og tungroddede. Diverse reformforslag i den amerikanske debatten har derfor vært å redusere antall styremedlemmer. I små norske bedrifter er problemet heller det motsatte, ved at antall styremedlemmer i mange tilfeller bare så vidt tilfredsstiller lovens minimumskrav.

Krav om nødvendig kompetansebredde og mangfold fører til at antall styremedlemmer økes. Små styrer kan gå glipp av det større perspektivet. Store styrer kan derimot bli dominert av noen få personer, mens flertallet er passive. Styret blir for formelt og kan enkelt bli utmanøvrert av sentrale aktører som for eksempel daglig leder eller styreleder. På den annen side hevdes det at styrer med mange medlemmer reduserer muligheten for en ledelse som bruker personlig innflytelse til å påvirke styrets beslutninger.⁹⁶ Representativitet er en vanlig årsak til at styrene blir store. Den lovbestemte ansatterepresentasjonen og den foreslåtte lovendringen om kjønnsrepresentasjon innebærer et slikt representativitetskrav i Norge. I USA har det vært sosiale krav om at fargede og personer fra minoritetsgrupper bør være representert i styrene. En rekke empiriske studier både innenlands og utenlands viser store bransjemessige variasjoner. Styreteori impliserer at styrestørrelsen bør variere med bedriftsstørrelse, bransje, bedriftens levetid, og diverse andre karakteristikk ved bedriften og dens ledelse.⁹⁷

2.8 Amerikansk teori

Hovedandelen av forskningen på styrets funksjon er foretatt i USA og har tatt for seg store bedrifter med spredt eierskap. USA har tradisjonelt sett hatt stor tiltro til markedskreftenes betydning, og selvstendige styrer har ikke vært prioritert.⁹⁸ Amerikanske styrer er satt sammen av personer fra bedriftens toppledergruppe (interne), supplert med godt renommerte bedriftsledere (eksterne) for å styrke bedriftens omverdensrelasjoner. Resultatet har imidlertid blitt passive styrer, og flere tilfeller der bedriftsledelser ivaretar egne interesser framfor

⁹⁵ Huse (2003)

⁹⁶ Greve (1995)

⁹⁷ Se for eksempel min teoretiske modell i kapittel 3 hentet fra Raheja (2005).

⁹⁸ Huse (2003)

aksjonærenes eller bedriftens. Amerikanske reformforslag er blitt rettet mot styrets grad av uavhengighet overfor den daglige ledelsen. Mange hevder at det ideelle er å redusere antall styremedlemmer og øke andelen eksterne styremedlemmer. Det hevdes at styremedlemmer som er uavhengig av ledelsen, med større sannsynlighet ivaretar aksjonærenes interesser. Fra flere hold er det derimot blitt reist tvil rundt denne logikken. Styremedlemmer som ikke har noen annen tilknytning til bedriften kan mangle kompetanse eller informasjon om bedriften, og dermed er de ikke effektive i sitt styrearbeid.

I Norge har vi en overvekt av små og mellomstore bedrifter og mer konsentrert eierskap. Interessenter og eiere får dermed større påvirkningskraft i bedriften. I Norge og i mange andre europeiske land gjenspeiles dette ved at ulike interessegrupper som for eksempel eiere og ansatte ofte er representert i styrer. Styrets rolle blir i større grad enn i USA å balansere hvem og hva som betyr noe for utviklingen av en bedrift. Konsekvensen blir at amerikanske modeller best egner seg til å beskrive amerikanske forhold. Min valgte teoretiske modell i kapittel 3 analyseres derfor først og fremst med basis i amerikanske forhold. I kapittel 4 drøfter jeg hvilke implikasjoner og overføringsverdi modellen eventuelt kan ha for norske forhold.

3. Teoretisk analyse

Det er blitt foretatt mange empiriske studier om komponering av ett styre, men teoretisk materiale om styrets rolle og hvordan det bør reguleres er det mindre av.⁹⁹ Mye av litteraturen fokuserer på forholdet mellom daglig leder og styret.¹⁰⁰ Mitt fokus er derimot på strukturen (størrelse og sammensetning) i styret, og hvordan dette virker inn på styrets effektivitet.

Teoretiske analyser deler som oftest et styres oppgaver inn i kontroll og rådgivning. Blant et styres oppgaver finner vi valg av konsernsjef, overvåking av ledelsen, strategiske beslutninger som oppkjøp eller fusjoner, endringer i ledelsens godtgjørelser, og endringer i bedriftens kapitalstruktur. Som nevnt i kapittel 1, er agentteori den mest brukte metoden i teoretiske analyser av styret. Prinsipal og agent kan ha ulike interesser og preferanser, i tillegg til at informasjon og risikoaversjon kan være ulikt fordelt.

3.1 Optimal styresammensetning og styrestørrelse

Raheja (2005) presenterer en modell som analyserer optimal styresammensetning og optimal styrestørrelse, og det er denne jeg skal bruke.¹⁰¹ Modellens styre overvåker prosjekter og utnevner konsernsjefens etterfølger. Styrets sammensetning deles opp i interne og eksterne styremedlemmer. Interne har bedriftsspesifikk informasjon og er dermed bedre informert om kvaliteten på konsernsjefens foreslåtte prosjekter. Derimot kan de ha egne interesser og fordeler ved prosjekter, eller de kan være knyttet til konsernsjefen på en eller annen måte. Eksterne betraktes som uavhengige av konsernsjefen, men de har dårligere kunnskap om bedriftens prosjekter. I tillegg er interne styremedlemmer kandidater til å bli framtidige konsernsjefer. Dette er basert på ideen om at tilstedeværelsen av interne i styret hjelper eksterne i å evaluere dem som potensielle kandidater. I modellen konkurrerer derfor interne

⁹⁹ Becht, Bolton & Röell (2002)

¹⁰⁰ Et viktig bidrag her er Hermalin og Weisbach (1998), som utforsker hvordan styremedlemmer blir valgt, og hvordan deres incentiver til å overvåke bedriftsledelsen er linket til utvelgelsesprosessen.

¹⁰¹ Modellen ble publisert etter at jeg var godt i gang med min analyse. Min framstilling er derfor basert på en upublisert versjon, Raheja (2004).

styremedlemmer om å bli den neste konsernsjefen og avslører sin private informasjon til styret for å skille seg ut fra mengden.

Konsernsjefen foreslår et prosjekt basert på egne incentiver. Han kan ha private fordeler og dermed skjulte motiver bak prosjektvalget. Dette medfører at det foreslåtte prosjektet ikke nødvendigvis er det beste for bedriften. I tillegg til konsernsjefen vet også interne styremedlemmer kvaliteten på det foreslåtte prosjektet. Eksterne har derimot store verifikasjonskostnader ved å tilegne seg denne informasjonen. En viktig antakelse i modellen er at eksterne styremedlemmer må verifisere at prosjektet ikke er optimalt for å stemme imot det. Hvis interne avslører sin informasjon, synker eksterne verifikasjonskostnader. For å motivere interne til å avsløre sin informasjon, bruker eksterne sine stemmer i utnevning av ny konsernsjef.

Modellen bruker en "Coalition-Proof" Nash likevekt for å løse de interners valg om å informere styret eller ikke. Den optimale komponeringen av styret maksimerer sannsynligheten for at et flertall av styret stemmer mot prosjekter som ikke er optimale. Størrelsen og sammensetningen på styret påvirker incentivene til styremedlemmene og spiller derfor en viktig rolle.

3.2 Agentproblem og styrekomponering

Entreprenøren har tilgang til et prosjekt med to mulige utfall. Begge utfall krever den samme opprinnelige investeringen på tidspunkt 0, og genererer en inntekt, X . Denne inntekten er større enn den opprinnelige investeringen hvis prosjektet lykkes og lik null hvis prosjektet mislykkes. Sannsynligheten for at prosjektet mislykkes normaliseres til null for det gode prosjektet, og den er lik Φ for det dårlige prosjektet. Det dårlige prosjektet har altså større sannsynlighet for å mislykkes. Jo større sannsynlighet det er for et dårlig utfall, jo lavere er prosjektets netto nåverdi.

Modellens tidsperioder:

0. Konsernsjef og interne ledere ansettes, og det utnevnes et styre til å overvåke ledelsen og velge en arvtager til konsernsjefen når dette er nødvendig.

1. Konsernsjefen og de andre interne observerer sannsynligheten for at et dårlig prosjekt mislykkes (Φ), og basert på egne preferanser framlegger konsernsjefen enten det gode eller det dårlige prosjektet for styret.
2. Bedriften investerer i det valgte prosjektet.
3. Prosjektresultat realiseres. Styret velger ny konsernsjef.

Konsernsjefen kan ha private fordeler ved å ha kontroll over prosjektene. De private fordelene kan ta mange former. Frynsegoder som store kontorer kan være ett element, ønske om større makt og utvidelse av imperiet eller CV-bygging et annet. Å finne og gjennomføre gode prosjekter kan også være kostbart for konsernsjefen ved at det tar tid og krever innsats i form av tilegnelse av ny kunnskap eller teknologi. Konsernsjefen kan dermed foretrekke andre prosjekter som ikke krever like mye av han. Det oppstår problemer hvis konsernsjefen får større private fordeler av det dårlige prosjektet enn av det gode. Disse private fordelene kommer i tillegg til bedriftens kontantstrøm, og de kan umulig spesifiseres i en kontrakt eller verifiseres. I tillegg er de bare tilgjengelig for interne. Bedriftens markedsverdi inkluderer ikke de private fordelene, men reflekterer bare den genererte inntekten fra prosjektet.

3.2.1 Styret

Modellens styre har tre forskjellige aktører; konsernsjefen, interne og eksterne. Interne er underledere i bedriften, mens eksterne for eksempel kan være konsernsjefer eller underledere i andre bedrifter. Alle aktørene er klar over at det finnes to typer prosjekter, gode eller dårlige, og at konsernsjefen kan foreslå hvilket som helst av dem.

Styrets beslutning om å godta eller forkaste konsernsjefens prosjektforslag har to trinn. På første trinn forlanger de eksterne å få vite sannsynligheten for at prosjektet er dårlig av de interne, og hvert enkelt internt styremedlem bestemmer om han vil informere styret eller ikke. På andre trinn bestemmer eksterne om de skal verifisere det foreslåtte prosjektet eller om de skal akseptere det uten å verifisere det. Videre antas det at styrets beslutninger tas ved å stemme, og at flertallsprinsippet gjelder.

Eksterne styremedlemmer

Styret inneholder minst ett eksternt styremedlem. Alle eksterne er identiske, og de profiterer på at bedriften gjør det best mulig. Det siste kan forklares ved at de har eierandeler i bedriften, eller ved at deres omdømme styrkes når bedriften gjør det godt slik at sannsynligheten for fremtidige styreverv i andre bedrifter økes. Bedriftens verdi fører altså med seg fordeler for hvert enkelt eksternt styremedlem:

$$(1) \quad E(\text{Omdømme fordel}) = \mu(1 - \Phi)X$$

Denne fordelten oppstår for et igangsatt prosjekt på tidspunkt 2, før det endelige resultatet av prosjektet observeres. Φ er sannsynligheten for at det foreslåtte prosjektet mislykkes (lik null for det gode prosjektet). X er kontantstrømmen, og den forventede verdien på bedriften blir dermed $(1 - \Phi)X$. μ står for sensitiviteten i eksterne fordel i forhold til bedriftens verdi.

Modellens intensjon er å studere internes strategiske valg, og det ses derfor bort ifra eksterne strategiske valg som for eksempel gratispassasjerproblematikken. Til å begynne med antas det at alle individuelle eksterne styremedlemmer gir identiske stemmer både i prosjektvurdering og valg av ny konsernsjef. Denne antakelsen slakkes det av på senere. Eksterne må verifisere¹⁰² at prosjektet er dårlig hvis de skal stemme imot det. Intuisjonen bak dette er at eksterne har behov for verifiserbar informasjon for å rettferdiggjøre stemmegivningen sin overfor aksjonærer eller andre tredjeparter. Hvis eksterne ikke verifiserer prosjektet, eller hvis de verifiserer at prosjektet er godt, stemmer de for. Kravet om at eksterne må verifisere et prosjekt før de kan stemme imot det, utelukker muligheten for at styret foretrekker et dårlig prosjekt framfor et godt.

Å verifisere medfører kostnader. Derfor forlanger eksterne å høre internes mening om prosjektets kvalitet før de bestemmer seg for å verifisere eller ikke. Det antas at verifikasjonskostnadene er store, og at det ikke lønner seg for eksterne å verifisere prosjektet hvis ingen interne informerer styret. Intuisjonen bak det siste er at det er vanskelig for eksterne å skaffe informasjon når interne har incentiver til å hemmeligholde.

¹⁰² Å verifisere prosjektverdien kan være i form av kostnadsanalyser eller ved kunnskapstilegnelse om prosjektets marked eller teknologi.

Hvis minst ett internt styremedlem avslører den sanne sannsynligheten for at prosjektet er dårlig, inneholder verifikasjonskostnaden som eksterne pådrar seg, en fast kostnad ved å observere og tilegne seg informasjonen, Ψ . Denne faste kostnaden kan være avhengig av flere faktorer, eksempelvis hvilken industri bedriften operer i og størrelsen på tilgjengelig offentlig informasjon om bedriften. Visse industrier kan være mer komplekse og vanskeligere å evaluere enn andre. En varehandel vil dermed ha en lavere Ψ enn en høyteknologisk bedrift innenfor IT-bransjen.

Eksterne styremedlemmer har også en kostnad ved å kommunisere og koordinere med andre eksterne styremedlemmer, C . Denne kostnaden fanger opp vanskeligheter ved å ta beslutninger når størrelsen på styret blir stor. Antall eksterne uttrykkes ved m . Vi kan nå uttrykke verifikasjonskostnaden for et eksternt styremedlem når Φ avsløres av et internt styremedlem:

$$(2) \quad \text{Verifikasjonskostnad} = \Psi + Cm$$

Interne styremedlemmer

I tillegg til konsernsjefen inneholder styret også minst ett annet internt styremedlem. Interne styremedlemmer er identiske, og de konkurrerer med hverandre om å bli konsernsjefens etterfølger, noe alle interne har lik ex-ante sannsynlighet for å bli. Interne bestemmer om de skal forbli stille (støtte det foreslåtte prosjektet) eller informere styret om den sanne sannsynligheten for at et prosjekt er dårlig og stemme imot prosjektet. Å forbli stille tilsvarer det samme som å fortelle styret at konsernsjefen har foreslått et bra prosjekt. Videre antas det at et internt styremedlem som har informert styret om at et prosjekt er dårlig, også stemmer imot det.

Interne styremedlemmers incentiver er fordreide. En intern kan ha private fordeler lik B ved å forbli stille hvis konsernsjefen foreslår et dårlig prosjekt og styret aksepterer det. De private fordelene kan ta mange varianter: Frynsegoder, karrierehensyn og posisjonering, lojalitet til konsernsjefen, motvilje mot å være i opposisjon til konsernsjefen og frykt for represalier, for å nevne noen. Dette kommer i tillegg til konsernsjefens private fordeler, og en intern som forblir stille mottar disse fordelene uavhengig av antall interne i styret. Interne som informerer styret, mottar ingen private fordeler selv om et dårlig prosjekt aksepteres.

3.2.2 Stemmereglene ved valg av konsernsjef

Stemmereglene bestemmes på tidspunkt 0, og de settes på en slik måte at interne motiveres til å informere styret og gode prosjekter iverksettes. Bakgrunnen for stemmereglene baseres på ideen om at eksterne velger en etterfølger uavhengig av konsernsjefen bare hvis de verifiserer at konsernsjefen foreslo et ikke-optimalt prosjekt, eller hvis bedriften går dårlig. I begge tilfeller har styret mistet tilliten til konsernsjefen. Ellers vil styret følge konsernsjefens råd om etterfølger. Konsernsjefen velger en etterfølger blant de interne som støttet hans prosjekt.

Alle eksterne stemmer på den samme interne. Konsernsjefen stemmer på en intern basert på hans preferanser. Interne styremedlemmer stemmer ikke, siden det er de som vurderes. I står for antall interne som informerer styret, og $n-I$ er antall interne som forblir stille.

Hvis prosjektet verifiseres av de eksterne, vil de tilfeldig velge en intern fra I . Informerende interne har dermed I/I sannsynlighet for å få alle de eksterne stemmer. Interne som forblir stille mottar ingen stemmer fra eksterne.

Hvis styret ikke verifiserer prosjektet, er deres valg av etterfølger avhengig av prosjektets endelige resultat. Er resultatet bra, X , går alle eksterne stemmer på personen som konsernsjefen foreslår. Konsernsjefen velger tilfeldig blant dem som forblir stille. Dermed har hvert enkelt internt styremedlem en $I/(n-I)$ sannsynlighet for å bli den neste konsernsjefen. Interne som informerer mottar ingen stemmer. Hvis det endelige resultatet er dårlig (null), velger styret en person utenfor bedriften som etterfølger.

3.3 Analyse av styret

Modellens likevekt finnes ved at eksterne først maksimerer sitt forventede utbytte basert på informasjon gitt av interne. Deretter maksimerer hver enkelt intern sitt forventede utbytte basert på eksterne forventede respons og sannsynligheten for at prosjektet er dårlig. For å sikre at stemmegivningen gir et resultat er antallet i styret et oddetall.

3.3.1 Eksterne valg om å verifisere prosjekter

Det minimale antallet av interne som må informere styret for at eksterne skal verifisere et prosjekt uttrykkes ved τ . Eksterne styremedlemmer tjener på å overvåke bare hvis de kan forkaste et dårlig prosjekt. Dette kan bare inntreffe hvis τ interne pluss m eksterne utgjør et flertall i styret. Konsernsjefen stemmer selvfølgelig i favør av sitt foreslåtte prosjekt. τ interne pluss m eksterne må dermed ha en person mer i styret enn konsernsjefen pluss interne som velger å forbli stille, $n - \tau$:

$$(3) \quad \tau + m = (1 + n - \tau) + 1 \Rightarrow \tau = 1 + \frac{n - m}{2}$$

Eksterne tar også hensyn til verifikasjonskostnadene og den forventede fortjenesten de får ved å forkaste et prosjekt og erstatte det med det alternative. Denne fortjenesten består av en gunstig effekt på omdømmet når bedriften iverksetter et godt prosjekt, minus forventet fortjeneste ved at bedriften hadde iverksatt det opprinnelige prosjektet.¹⁰³ De eksterne får en fortjeneste hvis dette er større enn verifikasjonskostnaden gitt av (2):

$$\mu\Phi X > \Psi + Cm \Rightarrow \Phi > \frac{Cm}{\mu X} + \frac{\Psi}{\mu X}$$

RESULTAT 1: Eksterne styremedlemmer verifiserer prosjektet hvis og bare hvis de tror at sannsynligheten for at prosjektet er dårlig er større enn Φ_m , hvor Φ_m defineres:

$$(4) \quad \Phi_m = \frac{Cm}{\mu X} + \frac{\Psi}{\mu X}$$

Φ_m er den minimale sannsynligheten for at prosjektet er dårlig når den forventede fortjenesten ved å verifisere det foreslåtte prosjektet er større enn kostnaden. Φ_m øker med antall eksterne styremedlemmer. Eksterne er dermed mindre villig til å verifisere prosjektet når deres antall øker. Dette kan forklares ved at et høyere antall eksterne øker deres koordinasjons- og kommunikasjonskostnader.

¹⁰³ $\mu X - \mu(1 - \Phi)X = \mu \Phi X$

3.3.2 Internes valg om å avsløre sannsynligheten for at prosjektet er dårlig

Nytten en intern har av å informere styret er avhengig av hvor mange andre interne som også informerer. Den interne forventer k andre interne til å informere styret. $W(k)$ er den forventede nytten av å informere, og $S(k)$ er den forventede nytten av å forbli stille. Hvis konsernsjefen foreslår et godt prosjekt, har ingen interne incentiv til annet enn å forbli stille. Fokus i den videre analysen er på når konsernsjefen foreslår et dårlig prosjekt.

En intern som informerer styret samtidig som k andre, har $1/(k+1)$ sjanse til å motta alle eksterne stemmer i valg av konsernsjef hvis eksterne verifiserer prosjektet. Hvis derimot prosjektet ikke verifiseres, har den informerende interne ingen mulighet til å motta stemmene. Forblir den interne stille mens k andre interne informerer styret, har han $1/(n-k)$ sjanse til å motta alle stemmene hvis eksterne ikke verifiserer og prosjektet lykkes. I tillegg får han også private fordeler når eksterne ikke verifiserer. Den tause interne har derimot ingen mulighet til å motta stemmene hvis eksterne verifiserer prosjektet. Nytten av å ikke oppnå forfremmelse settes lik null. Nytten av å bli framtidig konsernsjef er lik R , og den ekstra private fortjenesten er lik B . Begge parametrene er positive. Nytten en intern har av å bli konsernsjef antas å være større enn internes totale mulige private fortjeneste, $R > nB$, og dette impliserer også at $R > B$.

$P(Ver)_k$ er sannsynligheten for at eksterne verifiserer prosjektet og $(1 - P(Ver)_k)$ er sannsynligheten for at prosjektet ikke verifiseres, gitt at k interne informerer om sannsynligheten for at prosjektet mislykkes, Φ , til styret. Som tidligere nevnt verifiserer eksterne bare et prosjekt hvis de forventer å være i stand til å forkaste det. En interns forventet nytte av å informere kan dermed defineres:

$$(5) \quad W(k) = \left(P(Ver)_{k+1} \left[\frac{R}{k+1} \right] \right) + (1 - P(Ver)_{k+1})0 = P(Ver)_{k+1} \left[\frac{R}{k+1} \right]$$

Uttrykket før plusstegnet betegner når styret verifiserer og den interne dermed har muligheten til å forfremmes. Uttrykket etter plusstegnet betegner når styret ikke verifiserer og den internes sjanse til å bli forfremmet er lik null. Tilsvarende kan en interns forventet nytte av å forbli stille defineres:

$$\begin{aligned}
(6) \quad S(k) &= P_0(Ver)_k \cdot 0 + (1 - P(Ver)_k) \left((1 - \Phi) \left[\frac{R}{n-k} \right] + B \right) \\
&= (1 - P(Ver)_k) \left((1 - \Phi) \left[\frac{R}{n-k} \right] + B \right)
\end{aligned}$$

Uttrykket før plusstegnet betegner når styret verifiserer og den internes mulighet til å bli konsernsjef er null. Uttrykket etter plusstegnet betegner når styret ikke verifiserer og den interne har mulighet til å forfremmes. Denne muligheten er avhengig av at prosjektet lykkes, $1 - \Phi$. I tillegg kommer de private fordelene, B , den interne har av å forbli stille.

En likevekt kan tolkes som en Nash-likevekt hvis det ikke finnes en annen mulig likevekt som gjør at en eller flere av aktørene får incentiv til å avvike. To rene Nash-likevekter er mulige: Alle informerer styret, eller ingen informerer styret. Hvis nok interne forventes å informere slik at overvåking finner sted, informerer en intern styret. Alle interne får dermed incentiv til å informere. Hvis derimot nok interne forventes å forbli stille slik at overvåking ikke finner sted, informerer ingen styret.

For å kunne velge blant de to mulige løsningene brukes begrepet "Coalition Proof Nash Equilibrium" (CPNE).¹⁰⁴ Denne likevekten tillater aktørene å ta avgjørelser både individuelt og i troverdige koalisjoner. Med troverdighet i modellen menes det at ingen interne styremedlemmer profiterer på å avvike fra resten av koalisjonen på et senere tidspunkt. Siden interne styremedlemmer jobber sammen er det realistisk å anta at de kan kommunisere med hverandre. Dermed kan hemmelige avtaler inngås om å bryte en likevekt til de impliserte parter fordel. Et naturlig krav når aktørene kan koordinere sine handlinger, er at likevekten skal være robust mot alle mulige avvik fra enkeltaktører og koalisjoner av aktører. Strong Nash Equilibrium (SNE)¹⁰⁵ tilfredsstiller dette kravet. SNE har derimot blitt kritisert for å ta hensyn til avvikelser som igjen kan utsettes for nytteforbedrende avvikelser. SNE favner altså for bredt, og enkelte likevekter er ikke relevante. CPNE krever på sin side at en likevekt bare må være robust mot troverdige avvikelser.

¹⁰⁴ CPNE ble først introdusert av Bernheim, Peleg & Whinston (1987), og kan på norsk kalles koalisjonssikker Nash-likevekt.

¹⁰⁵ Aumann (1959) var av de første som tok opp SNE.

RESULTAT 2:¹⁰⁶ a) Alle interne informerer styret hvis og bare hvis $W(\tau-1) > S(k)$, $k=0, \dots, \tau-1$
 b) Ingen interne informerer styret hvis og bare hvis $W(k) \leq S(\tau-1)$, $k=\tau-1, \tau, \dots, n-1$

Hvis minst τ interne alltid foretrekker å informere styret framfor å forbli stille, vil ikke overvåking finne sted. Derfor informerer alle interne styret og får en sjanse til å motta eksterne stemmer i valg av konsernsjef. Hvis det er et sett av interne som er mange nok til å forhindre overvåking (mindre enn τ interne er igjen og informerer), informerer ingen interne styret. I begge tilfeller er det ingen incentiver for en troverdig gruppe til å avvike fra likevekten på et senere tidspunkt.

Når eksterne ikke overvåker, konkurrerer $(n-k)$ interne om å bli den neste konsernsjefen. Dermed har vi: $S(\tau-1) > S(\tau-2) > \dots > S(0)$. Det er tilstrekkelig at $W(\tau-1) > S(\tau-1)$ for at betingelse a) i resultat 2 skal være tilfredstilt. Tilsvarende avtar $W(k)$ med k hvis eksterne overvåker. Dermed har vi: $W(\tau-1) > W(\tau) > \dots > W(n-1)$. Det er tilstrekkelig at $W(\tau-1) = S(\tau-1)$ for at betingelse b) i resultat 2 skal være tilfredstilt. En logisk konsekvens av resultat 2 er derfor: Alle interne informerer hvis $W(\tau-1) > S(\tau-1)$, og ingen interne informerer hvis betingelsen ikke holder.

Hvis eksterne verifiserer prosjektet, vil alle informerende interne ha like stor sannsynlighet for å bli konsernsjefens etterfølger. Nyten av å informere blir størst når den informerende gruppen er akkurat τ , for τ er det minimale antall interne nødvendig for å lokke fram verifikasjon. Hvis eksterne ikke verifiserer prosjektet, vil bare de tause interne ha mulighet til å bli konsernsjef. Hver enkelt intern som informerer, tjener mest på å avvike alene og forbli taus, slik at $\tau-1$ interne er igjen og informerer styret og dermed er ute av bildet i valg av konsernsjef.

Alle interne forblir tause hvis sannsynligheten for at prosjektet mislykkes er mindre enn eller lik den minimale sannsynligheten for at eksterne verifiserer prosjektet. En intern som informerer styret forfremmes ikke hvis eksterne ikke verifiserer. Dermed informerer interne bare hvis $\Phi > \Phi_m$. På dette nivået har vi at $P(Ver)_\tau = 1$ og $P(Ver)_{\tau-1} = 0$. I tillegg har vi at $W(\tau-1) > S(\tau-1)$. Ved hjelp av likning (5) og (6) finner vi først uttrykkene for $W(\tau-1)$ og $S(\tau-1)$:

¹⁰⁶ Beviset for resultat 2 er ukomplisert, men omfattende og plasskrevende. Modellen finnes på linken <http://ssrn.com/abstract=522542> og resultatets bevis finnes i appendikset.

$$W(k) = P(Ver)_{k+1} \left[\frac{R}{k+1} \right] \rightarrow W(\tau-1) = P(Ver)_\tau \left[\frac{R}{\tau} \right] = \left[\frac{R}{\tau} \right]$$

$$S(k) = (1 - P(Ver)_k) \left((1 - \Phi_p) \left[\frac{R}{n-k} \right] + B \right) \xrightarrow{107} S(\tau-1) = (1 - \Phi_p) \left[\frac{R}{n - (\tau + 1)} \right] + B$$

Dette setter vi inn i $W(\tau-1) > S(\tau-1)$:

$$\left[\frac{R}{\tau} \right] > (1 - \Phi) \left[\frac{R}{n - (\tau + 1)} \right] + B \rightarrow \Phi > 1 - \left[\frac{(R - B\tau)(n - \tau + 1)}{\tau R} \right]$$

RESULTAT 3: Alle interne styremedlemmer informerer styret hvis og bare hvis sannsynligheten for at det foreslåtte prosjektet mislykkes, er større enn det den minimalt må være for at eksterne skal overvåke, Φ_m , og hvis og bare hvis sannsynligheten for at prosjektet mislykkes er større enn Φ_n , hvor Φ_n defineres:

$$(7) \quad \Phi_n = 1 - \left[\frac{(R - B\tau)(n - \tau + 1)}{\tau R} \right]$$

Φ_n er den minimale verdien Φ må være på for at τ interne informerer styret. Φ_n avtar med antall styremedlemmer¹⁰⁸ og øker med det minimale antallet interne som må informere styret for at eksterne skal verifisere.¹⁰⁹

Intuisjonen bak derivasjonsresultatene er: Φ_n avtar med n på grunn av at et høyere antall av interne styremedlemmer øker konkurransen om stemmene i utnevning av konsernsjef, dermed øker også incentivene for gruppen av τ interne til å informere. Φ_n øker med τ på grunn av at dette medfører en lavere andel eksterne, og dermed senkes incentivene til de τ

¹⁰⁷ $1 - P(Ver)_{\tau-1} = 0$, og faller derfor bort

¹⁰⁸ $\frac{\partial \Phi_n}{\partial n} = \frac{B}{R} - \frac{1}{\tau} < 0$, siden $B < R$ og $n > \tau$.

¹⁰⁹ $\frac{\partial \Phi_n}{\partial \tau} = \frac{(R - \tau B)\tau R + (n - \tau + 1)B\tau R + R^2(n - \tau + 1) - (n - \tau + 1)B\tau R}{\tau^2 R^2} = \frac{R - \tau B}{\tau R} + \frac{(n - \tau + 1)}{\tau^2} > 0$

Både uttrykket før og uttrykket etter plusstegnet er positive. Alle variablene er positive. Det første uttrykket blir positivt siden $R > nB$ og $n > \tau$ medfører at $R > \tau B$, mens det andre uttrykket blir positivt siden $n > \tau$.

interne til å informere. Interne har $1 \setminus \tau$ mulighet til å motta de eksterne stemmer, og når τ øker, blir mulighetene mindre og incentivene svekkes.

3.3.3 Optimalt styre

Et dårlig prosjekt mislykkes med sannsynlighet Φ . Interne informerer styret hvis Φ er større enn Φ_n . Eksterne verifiserer internes informasjon hvis Φ er større enn Φ_m . Styret forhindrer dermed konsernsjefen i å iverksette det dårlige prosjektet når Φ er større enn $\text{Max}(\Phi_n, \Phi_m)$, og dette betegnes videre ϕ_{MAX} . Differansen mellom verdien på det gode og det dårlige prosjektet er styrets bidrag til aksjonærverdien i et firma hvor konsernsjefen foretrekker å iverksette det dårlige prosjektet. Jo lavere ϕ_{MAX} er, jo større er området hvor styret intervensjoner. Det ideelle er å finne et styre som minimerer ϕ_{MAX} . Den forventede verdien på bedriften øker når ϕ_{MAX} avtar. En lavere ϕ_{MAX} impliserer lavere sannsynlighet for at et dårlig prosjekt iverksettes, og høyere forventet avkastning på de dårlige prosjektene som er iverksatt.

Optimalt antall interne

For å finne det optimale styret skriver vi om ligning (3) slik at antall eksterne styremedlemmer blir venstresidevariabel.¹¹⁰ Uttrykket for m setter vi inn i ligning (4), og resultatet her setter vi lik uttrykket for Φ_n fra ligning (7) for å finne det optimale antall av interne (n^* er punktet hvor $\Phi_n = \Phi_m$):¹¹¹

$$(8) \quad n^* = \frac{\tau R \left[1 + \frac{C(2\tau - 2) - \Psi}{\mu X} \right] + (B\tau - R)(1 - \tau)}{\frac{C\tau R}{\mu X} + R - \tau B}$$

¹¹⁰ $m = n + 2 - 2\tau$

¹¹¹ $\frac{C(n^* + 2 - 2\tau)}{\mu X} + \frac{\Psi}{\mu X} = 1 - \left[\frac{(R - B\tau)(n^* - \tau + 1)}{\tau R} \right]$ vi løser denne ligningen for n^* .

Av $m = n + 2 - 2\tau$ får vi at $\frac{\partial m}{\partial n} = 1$, dermed er $\frac{\partial \Phi_m}{\partial n} = \frac{\partial \Phi_m}{\partial m} \frac{\partial m}{\partial n} = \frac{\partial \Phi_m}{\partial m}$

Fra tidligere har vi at $\frac{\partial \Phi_m}{\partial m} > 0$ og $\frac{\partial \Phi_n}{\partial n} < 0$, dermed kan vi utlede beviset for at $Min(\phi_{MAX})$ er punktet der $\Phi_n = \Phi_m$:

Hvis $\Phi_n > \Phi_m$, fører økt n til redusert Φ_n og økt Φ_m . Siden ϕ_{MAX} er lik Φ_n vil maksimum gå ned.

Hvis $\Phi_m > \Phi_n$, fører redusert n til redusert Φ_m og økt Φ_n . Siden ϕ_{MAX} er lik Φ_m vil maksimum gå ned.

RESULTAT 4: For en gitt τ vil det optimale antallet av interne styremedlemmer være der $\Phi_n = \Phi_m$, gitt ved n^* fra ligning (8).

Optimalt antall eksterne og informanter

Det optimale antallet eksterne finnes ved hjelp av ligning (3): $\tau + m = (1 + n - \tau) + 1$. For å finne antall eksterne, m , må man altså også finne antall informanter, τ . Løsningen minimerer antall eksterne for et gitt nivå på n^* , og er punktet der det er mulig å senke antall eksterne ved å endre det optimale antallet interne eller det optimale antallet informanter. Å minimere det optimale antallet av eksterne vil si å minimere $\Phi_m(n^*, \tau)$, som igjen minimerer ϕ_{MAX} i det optimale punktet: $Min \phi_{MAX}(n^*, \tau) \rightarrow Min(\tau) \Phi_m \rightarrow$

$$Min(\tau) \frac{C(n^* + 2 - 2\tau)}{\mu X} + \frac{\Psi}{\mu X}, \text{ mhp } \tau^* \geq 1 \text{ og } m \geq 1$$

Hvis bibetingelsene ikke er bindende ($\tau^* = 1$ og $m = 1$):

$$1.\text{ordens betingelsen: } \frac{C}{\mu X} \left(\frac{dn^*}{d\tau} - 2 \right) \rightarrow \frac{dn^*}{d\tau} = 2$$

$$2.\text{ordens betingelsen: } \frac{C}{\mu X} \frac{\partial (dn^*/d\tau)}{\partial \tau}$$

Hvis 2.ordens betingelsen er positiv, vil løsningen for 1.ordens betingelsen være minimumspunkt.

Vi deriverer ligning (8) med hensyn på τ for å finne 1.ordensbetingelsen:

$$(9) \quad \frac{dn^*}{d\tau} = \frac{\tau^2 \left[\frac{C}{\mu X} R - B \right] \left[\frac{C}{\mu X} 2R - B \right] + 2\tau R \left[\frac{C}{\mu X} 2R - B \right] + R^2 \left[2 - \frac{C + \Psi}{\mu X} \right]}{\left[\tau \left(\frac{C}{\mu X} R - B \right) + R \right]^2}$$

Videre dobbeltderiverer vi dette uttrykket for å finne ut om 2.ordens betingelsen er positiv:

$$(10) \quad \frac{\partial^2 n}{\partial \tau^2} = \frac{2R^2 \left[B \left(1 - \frac{C + \Psi}{\mu X} \right) + \frac{CR(C + \Psi)}{(\mu X)^2} \right]}{\left(R - B\tau + \frac{CR\tau}{\mu X} \right)^3}$$

Både positiv teller og positiv nevner¹¹² gjør at $\frac{\partial^2 n}{\partial \tau^2} > 0$, og dette betyr at punktet hvor $\frac{dn^*}{d\tau} = 2$ minimerer $\phi_{MAX}(n^*, \tau)$.

For å finne det optimale antall informanter, τ^* , setter vi antallet som tilfredsstiller $\frac{dn^*}{d\tau} = 2$ lik

$\hat{\tau}$. Vi setter ligning (9) lik 2, ganger med uttrykket i nevneren på begge sider og forkorter:

$$\tau^2 B \left[\frac{C}{\mu X} R - B \right] + 2\tau R B - R^2 \left[\frac{C + \Psi}{\mu X} \right] = 0$$

¹¹² Nevner er positiv siden $B\tau < R$. Dette gjelder siden $Bn < R$ og $\tau < n$.

Teller er positiv siden $2R^2 > 0$, $\frac{\Psi + Cm}{\mu X} < \Phi_m$ medfører at $\frac{C + \Psi}{\mu X} < 1$ og dermed at $B \left(1 - \frac{C + \Psi}{\mu X} \right) > 0$, og

siden alle variablene er positive er også $\frac{CR(C + \Psi)}{(\mu X)^2} > 0$.

$$(11) \quad \hat{\tau} = \frac{R \left[\sqrt{\left(\frac{C + \Psi}{\mu X} + 1 \right) + \frac{C}{\mu XB} \left(\frac{C + \Psi}{\mu X} \right)} - 1 \right]}{\frac{C}{\mu X} R - B}$$

For å finne τ^* må vi bruke bibetingelsene $\tau^* \geq 1$ og $m \geq 1$. Det siste kan skrives $n + 2 - 2\tau^* \geq 0$, og når dette løses for τ^* får vi; $\tau^* \leq \frac{n+1}{2}$. Dette betyr at hvis $n=1$, er $\tau^* = 1$ og $n = \tau^*$.

RESULTAT 5: Optimale verdier av τ :

Hvis $1 \leq \hat{\tau} \leq \frac{n+1}{2}$, er $\tau^* = \hat{\tau}$. Hvis $\hat{\tau} < 1$, er $\tau^* = 1$. Hvis $\hat{\tau} > \frac{n+1}{2}$ er $\tau^* = \frac{n+1}{2}$.

Vi har fra resultat 4 at $n^*(\tau)$ gir optimalt antall interne. I det første tilfellet når $\hat{\tau} \geq 1$ gjelder, er den optimale verdien av n lik $n^*(1)$. I det andre tilfellet blir også $n^* = 1$. Mens i det siste tilfellet blir $m=1$ gjeldende og optimalt antall interne blir $n^*(\hat{\tau})$. Når vi vet både n og τ , kan optimalt antall eksterne finnes ved hjelp av ligning (3).

3.4 Innflytelsesrik konsernsjef

Modellen har så langt beskrevet en idealisert versjon av virkeligheten. For å være i stand til å forkaste et prosjekt, er det tilstrekkelig at eksterne og informanter har flertall i styre. Mer realistisk er det å utvide modellen og ta hensyn til at konsernsjefen har påvirkning på eksterne styremedlemmer.

Forutsetningene i modellen beholdes med ett unntak: Konsernsjefen påvirker en andel, p , av de eksterne styremedlemmene til å stemme i favør av hans prosjekt. Dette skjer etter at styret har verifisert at konsernsjefens foreslåtte prosjekt er dårlig. Mindre enn halvparten av de eksterne blir påvirket, $p < 0,5$. Alle styremedlemmene vet at konsernsjefen har påvirkning på en andel av de eksterne, og de tar hensyn til dette når de gjør sine handlingsvalg. Den ekstra private fordelene eksterne får når de påvirkes av konsernsjefen, er ikke stor nok til at de foretrekker å verifisere et prosjekt de ikke er i stand til å forkaste.

Vi får en endring i det minimale antallet interne som må informere styret for at overvåking skal finne sted. De eksterne som ikke påvirkes av konsernsjefen pluss de informerende interne må ha en person i overvekt over konsernsjefen, interne som forblir tause, og eksterne som påvirkes av konsernsjefen. Ligning (3) blir dermed:

$$(3') \quad \tau p + (1-p)m_p = 1 + n_p - \tau_p + p m_p + 1 \quad \rightarrow \quad m_p = \frac{n_p + 2 - 2\tau_p}{(1-2p)}$$

Restriksjonene fra tidligere er de samme.¹¹³ Forskjellen fra tidligere er at uttrykket for m deles på $(1-2p)$. Effekten av dette er at optimalt antall eksterne økes. Et høyere antall interne impliserer fortsatt et høyere antall eksterne. Resultat 4 endres ikke, og det optimale antallet interne er fortsatt der $\Phi_n = \Phi_m$.

Hovedeffekten av at konsernsjefen har påvirkning på eksterne styremedlemmer, er at optimalt antall eksterne økes. For å kunne forkaste dårlige prosjekter, må antall uavhengige eksterne være i overtall i styret. Når en andel av de eksterne påvirkes av konsernsjefen, må dermed antallet deres økes. Effektiviteten av et optimalt styre avtar med andelen eksterne som påvirkes ($\phi_{MAX}(n_p^*(\tau_p), \tau_p)$ øker med p). Dette resultatet antyder at antall eksterne, og dermed også styrestørrelsen, bør bli mindre hvis konsernsjefenes påvirkningskraft over styremedlemmer svekkes. Det siste har skjedd i løpet av de siste årene da søkelyset på ”corporate governance” og uavhengige styremedlemmer har preget samfunnsdebatten i USA.

3.5 Særtrekk ved bedrifter og styremedlemmer

Særtrekk ved en bedrift og dens styremedlemmer påvirker incentivene til interne og eksterne styremedlemmer. Dette har igjen en effekt på optimal styresammensetning og styrestørrelse.

¹¹³ Vi må ha minst en informerende intern ($\tau_p \geq 1$) og minst en ekstern ($m_p \geq 1$).

3.5.1 Eksterne styremedlemmers verifikasjonskostnader

Økte verifikasjonskostnader senker eksterne incentiver til å verifisere prosjekter (økt Φ_m). Å verifisere prosjekter kan være relativt enkelt i bedrifter som opererer i markeder med stabile priser, stabil teknologi, og lett tilgjengelig informasjon. Eksempler på dette er bedrifter med gammeldags eller ukomplisert teknologi, hvor det å sammenligne bedrifter er forholdsvis enkelt. Motsatsen er bedrifter med ny eller komplisert teknologi, og hvor det er vanskelig for eksterne å verifisere prosjekter. En høyere fortjeneste ved å verifisere impliserer også lavere verifikasjonskostnader. Denne fortjenesten kan være i form av at eksterne styremedlemmer har eierinteresser i bedriften, eller at den gunstige effekten på omdømme ved å iverksette gode prosjekter er stor.

RESULTAT 6. Endring i verifikasjonskostnader:¹¹⁴

Optimalt antall eksterne avtar med økte verifikasjonskostnadene: $\frac{dm^*}{d\Psi} < 0$

a) Styrets avhengighet av internes stemmegivning, τ , og andelen av interne

styremedlemmer, øker med store verdier av verifikasjonskostnadene: $\frac{d\tau^*}{d\Psi} > 0$ og

$$\frac{dn^*/m^*}{d\Psi} > 0 \text{ hvis } \tau^* > 1$$

b) Optimale styrer i bedrifter med høyere verifikasjonskostnader, har høyere nivå på

$$\phi_{MAX}(n^*, \tau): \frac{d\phi_{MAX}}{d\Psi} > 0$$

Resultat 6 forteller oss at det kreves majoritet av eksterne og stor styrestørrelse når verifikasjonskostnadene er lave. Styrestørrelsen er stor på grunn av at et stort antall interne øker incentivene til å informere, mens eksterne må ha majoritet i styret for å sikre at gode prosjekter blir iverksatt. Både antall interne og eksterne, og dermed optimal styrestørrelse avtar med økte verifikasjonskostnader og $\tau^* = 1$ gjelder. Reduksjonen i antall eksterne senker deres koordinasjons- og kommunikasjonskostnader, og motvirker dermed deler av den økte verifikasjonskostnaden. Mens antall interne reduseres for å beholde majoritet av eksterne.

¹¹⁴Beviset for resultat 6 er ukomplisert, men omfattende og plasskrevende. Modellen finnes på linken <http://ssrn.com/abstract=522542> og resultatets bevis finnes i appendikset.

Når verifikasjonskostnadene er på høyere verdier, er det fortsatt optimalt å redusere antallet eksterne når verifikasjonskostnadene øker. Derimot vil det å redusere antallet interne for å opprettholde eksterne majoritet i styret, føre til at interne får dårligere incentiver til å informere, enn hvis vi tillater en høyere andel interne i styret. Dermed er det $\tau^* > 1$ som gjelder. Høye verifikasjonskostnader gjør at eksterne incentiver til å verifisere må bedres, og dette gjøres ved å øke andelen interne.

En annen implikasjon av resultat 6 er at optimale styrer i bedrifter med høyere verifikasjonskostnader er mindre effektive. Prosjektet trenger høyere minimal sannsynlighet for å mislykkes, for at eksterne skal overvåke det.

3.5.2 Interne styremedlemmers private fordeler

Interne får private fordeler når et prosjekt som ikke er optimalt iverksettes. Størrelsen på de private fordelene er avhengig av særtrekk både i bedriften og i industrien den opererer i. Størrelsen på tilgjengelig kapital i bedriften, hvilket marked bedriften opererer i, konkurranseforhold og trusselen om overtakelse er faktorer som spiller inn. De private fordelene er også avhengig av interne styremedlemmers særtrekk. Hvis interne eier aksjer i firmaet, vil det å iverksette et prosjekt som ikke er optimalt senke verdien av disse aksjene. Det kan også vises at nyttenivået en intern får ved å bli konsernsjef, R , øker deres incentiver til å informere styret.

RESULTAT 7. Endring i private fordeler:¹¹⁵

- a) Optimalt antall eksterne styremedlemmer øker, når internes private fordeler øker:

$$\frac{dm^*}{dB} > 0.$$

- b) Styrets avhengighet av internes stemmegivning, τ , og optimal andel interne styremedlemmer, avtar med internes private fordeler opp til det punktet hvor bare en intern er nødvendig for å støtte eksterne i å forkaste prosjekter:

$$\frac{d\tau^*}{dB} < 0 \text{ og } \frac{dn^*/m^*}{dB} < 0 \text{ opp til } \tau^* = 1.$$

¹¹⁵ Beviset for resultat 7 er ukomplisert, men omfattende og plasskrevende. Modellen finnes på linken <http://ssrn.com/abstract=522542> og resultatets bevis finnes i appendikset.

c) Optimal styrestørrelse øker med nivået på de private fordelene, når dette er høyt:

$$\frac{dm^*}{dB} > 0 \text{ og } \frac{dn^*}{dB} > 0 \text{ når } \tau^* = 1.$$

d) Optimale styrer i bedrifter med høyere private fordeler, har høyere $\phi_{MAX}(n^*, \tau)$:

$$\frac{d\phi_{Max}}{dB} > 0$$

Resultat 7 forteller oss at den optimale andelen av interne er større for lave nivåer av private fordeler. En større andel interne sparer på eksternes koordinasjons- og kommunikasjonskostnader. Internes overlegne informasjon blir bedre ivaretatt, og deres incentiver til å informere styret er høye. Sjansen for at optimale prosjekter blir iverksatt er dermed større.

Når nivået på de private fordelene øker, kreves en styrestruktur som bedrer internes incentiver til å informere. Optimal andel eksterne økes slik at prosjekter kan forkastes med mindre hjelp fra interne (τ^* reduseres). Den økte andelen eksterne svekker eksternes incentiver til å verifisere.

Hvis styret bare er avhengig av en informerende intern for å kunne forkaste prosjekter, $\tau^* = 1$, øker både optimalt antall av interne og eksterne med de private fordelene. Optimal styrestørrelse blir altså større. Det høyere antallet av interne øker internes incentiver til å informere styret, noe som motvirker deler av de økte private fordelene. For at eksterne skal opprettholde majoritet i styret må også deres antall økes. Dette sikrer at optimale prosjekter blir iverksatt. Optimale styrer i bedrifter med høyere nivåer av private fordeler er altså større, og dermed er de også mindre effektive.

4. Oppsummering og konklusjoner

4.1 Implikasjoner for amerikanske forhold

Raheja (2005) viser hvordan styrets sammensetning og størrelse påvirker styremedlemmenes incentiver. Både bedriftsledelse og styremedlemmer er preget av egne interesser, og modellen er en motsats til det ensidige fokuset på uavhengige eksterne styremedlemmer og deres bidrag. Interne styremedlemmer har bedriftsspesifikk informasjon, og tilgangen på denne er viktig for styrets effektivitet.

Resultat 1 viser at eksterne styremedlemmer er mindre villige til å bruke tid og krefter på å tilegne seg informasjon, når deres antall økes. Resultat 2 viser hvordan styrets sammensetning påvirker de enkelte styremedlemmers handlingsvalg. Internes incentiver til å informere er avhengig av både hvor mange andre interne som forventes å informere, og det minimale antallet av interne som må informere for at eksterne skal verifisere et prosjekt. Resultat 3 viser at internes incentiver til å informere øker med deres antall, men reduseres med en lavere andel eksterne. Resultat 4 og 5 finner optimale verdier på interne og eksterne styremedlemmer. Den optimale sammensetningen bestemmes av en avveining mellom å maksimere internes incentiver til å avsløre sin private informasjon, minimere eksterne verifikasjonskostnader, og maksimere eksterne muligheter til å forkaste prosjekter som ikke er optimale. Videre vises det at når ledelsen i selskapet har kontroll over flere styremedlemmer enn de interne, må antall uavhengige eksterne styremedlemmer økes, og dermed også størrelsen på styret. Resultat 6 og 7 viser at styrets sammensetning og størrelse bør tilpasses hvilke egenskaper de forskjellige bedriftene og deres styremedlemmer har.

En bedrift der interne har høye private fordeler og eksterne har høye verifikasjonskostnader, kan ha samme optimale styrestruktur som en bedrift med lave private fordeler og lave verifikasjonskostnader, dette fordi det er de relative insentivene til interne og eksterne som avgjør. Derimot finner man de mest effektive styrene i bedrifter med lave private fordeler og lave verifikasjonskostnader.

Styrestørrelse og styresammensetning bør avhenge av egenskaper ved bedriften. I bedrifter hvor aksjonærer og interne har sammenfallende incentiver, er optimal styrestørrelse mindre. Dette kan være i bedrifter i konkurranseutsatt industri eller i bedrifter med stor andel av internt eierskap. Mindre styrer sparer på koordinasjons- og kommunikasjonskostnader blant eksterne, mens internes incentiver gjør at de fortsatt motiveres til å avsløre sin private informasjon. Å verifisere prosjekter er lettere i for eksempel varehandel enn i en teknologibedrift. Optimalt sett er andelen interne dermed størst i sistnevnte. Når det er vanskelig å motivere eksterne til å verifisere prosjekter, er bedriften bedre stilt ved å stole på konkurransen mellom interne selv om disse kan ha private fordeler.

Optimal styresammensetning og optimal styrestørrelse vil endre seg gjennom en bedrifts livssyklus. Tilgjengelig offentlig informasjon og eksterne verifikasjonskostnad kan avta ettersom bedriften modnes og dens teknologi forstås bedre. Dette gjør at optimal andel eksterne styremedlemmer økes, og styret blir mer effektivt. Etablerte bedrifter har ofte lavere verifikasjonskostnader og en høy andel av eksterne styremedlemmer. Konkurransforhold i startfasen og en større intern eierandel gjør at nyetablerte bedrifter har mindre grad av private fordeler. I tillegg kan verifisering av prosjekter være vanskelig. Optimal andel interne styremedlemmer er derfor større i nyetablerte bedrifter, og sett under ett blir effektiviteten i styret lavere.

4.2 Overføringsverdi til norske forhold

Oppdelingen i interne og eksterne styremedlemmer og tilstedeværelsen av konsernsjefen i styret passer dårlig inn i den norske virkeligheten. Når utgangspunktet er annerledes, skal man være forsiktig med å trekke for store paralleller, men med litt velvilje foretar jeg noen refleksjoner. Styrets sammensetning og størrelse påvirker i høyeste grad også norske styremedlemmers incentiver.

Anerkjennelsen av interne styremedlemmers bedriftsspesifikke informasjon kan relateres til ansattevalgte styremedlemmer i Norge og forsvare deres lovberettigede styreplass. Ulikhetene mellom USAs interne styremedlemmer og Norges ansattevalgte styremedlemmer er derimot såpass stor at denne overføringsverdien er begrenset. Etter min mening er tolkningen av internes bedre informasjon som høy kompetanse mer relevant. Gjennomgangen av toppsjefer,

styreproffer, eksperter og styremedlemmer med eierandeler i kapittel 2.5 poengterte at høy kompetanse ofte er forbundet med bindinger av en eller annen sort. Dette kan være i form av lojalitetsbånd til ledelsen, til enkeltaksjonærer, eller til andre interessenter, eller ved at styremedlemmene ivaretar egne interesser på bekostning av selskapet. Raheja (2005) viser at målet med styresammensetning ikke bør være å finne mest mulig uavhengige styremedlemmer. Vektlegging av høy kompetanse og bedre informasjonstilgang er avgjørende for styrets funksjon og effektivitet.

En annen mulig innfallsvinkel er styrets kontinuitet. Styremedlemmer som innehar et styreverv over lengre tid, opparbeider seg bedre informasjon og høyere kompetanse om selskapet de tjenestegjør i. Vektlegging av god informasjonstilgang er et argument mot for stor gjennomstrømming i styret.

Raheja (2005) konkluderer med at styrets sammensetning og størrelse varierer på tvers av ulike karakteristikk ved bedrifter og deres styremedlemmer. Dette er etter min mening modellens viktigste implikasjon. Størrelse, konkurranseforhold, ledelse og hvor etablert bedriften er, spiller inn på styresammensetningen. Styremedlemmers samarbeidsevner, integritet og i hvilken grad de kompletterer hverandre er også avgjørende. Konsekvensen blir at et for restriktivt og kontrollerende lovverk kan være uheldig.

4.3 Egne refleksjoner

En bedrift har også andre mål og forpliktelser enn bare det å betjene aksjonærer.¹¹⁶ De mange store finansskandalene har vist oss at styrets beslutninger og virksomhet kan ha stor betydning og konsekvenser, som går langt utover deres egen bedrift og selskapets aksjonærer. Dette har betydning for styrets sammensetning, og hvert enkelt styremedlems etiske verdigrunnlag spiller en viktig rolle.

Styrets sammensetning er et komplisert problem. Kompleksiteten kan utdypes ved hjelp av to klassiske styreparadokser¹¹⁷. Avstandsparadokset dreier seg om distanse og nærhet. Det enkelte styremedlem og styret som helhet må finne en riktig avveining mellom nærhet til

¹¹⁶ Huse (2003)

¹¹⁷ Selvik (2001)

virksomheten og detaljer om driften, og en kritisk avstand som er nødvendig for å utøve den uavhengige styrerollen. Individualitetsparadokset tar for seg styremedlemmers ønskede egenskaper. Styremedlemmer velges ofte blant sterke individualister, men de skal også kunne arbeide sammen som et sterkt kollegium. På grunn av kompleksiteten og omfanget i sammensetningen av et styre, er det vanskelig å komme med bastante konklusjoner. Raheja (2005) anerkjenner styremedlemmer med bedriftsspesifikk informasjon og viser at optimal styresammensetning varierer på tvers av både bedrifter og bransjer. I tillegg til dette presenterer jeg fire hovedrefleksjoner som følge av denne oppgaven.

Styret bør få en viktigere rolle i mange norske små- og mellomstore bedrifter

Analyser av styrearbeid i norske små- og mellomstore bedrifter¹¹⁸ viser at styret ofte spiller en passiv rolle, og at de bare er til fordi loven krever det. Styrets kompetanse utnyttes ikke, og det stilles ingen forventninger til at styret skal bidra med noe annet enn formelle oppgaver. Passive styrer resulterer i ledelsesdominans, og eiere kan ved å gi styret større makt få bedre kontroll over bedriften. Strukturen i norske små- og mellomstore bedrifter er derimot ofte preget av tette bånd mellom eiere og ledelse, ved for eksempel familietilknytning eller personlig vennskap. Interessekonflikter mellom eier og ledelse er dermed ikke like relevante her som i store børsnoterte selskaper. Styrets bidrag blir for det første som en service funksjon for bedriften, og for det andre å sikre at andre interessenter enn eiere og ledelse får ivarettatt sine interesser.

Styret kan øke kompetansebredden og være en viktig ballast i tillegg til den daglige ledelsen. Bedriftenes nettverk utvides, og styreverv kan brukes til å knytte verdifulle handelsrelasjoner. Et godt styre har også påvirkning på bedriftenes anseelse utad og kan være viktig i bedriftens kapitaltilegnelse. Å ha et kompetent og velfungerende styre er positivt for bedriftens verdiskapning. Andre interessenter som ansatte, lokalsamfunn og kreditorer har også interesse av at bedriften har et ansvarlig styre med påvirkningskraft, og ikke et som bare oppfyller lovens minimumskravkrav.

Styremedlemmer må ha høy grad av integritet

Min gjennomgang av de ulike typer av styremedlemmer i kapittel 2 viste at mulige lojalitetsbånd til andre interessenter på bekostning av bedriftens beste kan forekomme i

¹¹⁸ Lervik m. fl. (2004)

utallige former. Det stilles derfor høye krav til styremedlemmers integritet. Integritet kan i en viss grad sikres gjennom lovgivning, ved blant annet å hindre uheldige dobbeltroller. Lovregulering kan derimot umulig dekke alle forhold, og et for strengt lovverk kan også virke mot sin hensikt, og svekke styrets autoritet. Styremedlemmer må kun akseptere et styreverv hvis de har tid og motivasjon til å gjøre en god jobb. Å lovbegrense antall styreverv tror jeg er uheldig. For det første er ikke alle styreverv like ressurskrevende, og for det andre er det viktig at eierne i størst mulig grad selv må vurdere hva selskapet deres er best tjent med.

Det avgjørende er etter min mening å øke aktørenes bevisstgjøring om styret og dets rolle. Dette gjelder både i valget av styremedlemmer og i utførelsen av styrearbeidet.

Styremedlemmer bør læres opp i hva styrerollen betyr, og hvilke konsekvenser deres handlinger får. Temaet styrearbeid må prioriteres mer i undervisningen på universiteter og høyskoler. Det er viktig å få fram kunnskap om hva et styre faktisk er. En mer akademisk tilnærming vil skape en mer generell forståelse der man beveger seg vekk fra kokebokoppskriftene.¹¹⁹ Et annet viktig element er etterutdanning og kursing.¹²⁰ Daglige ledere går på lederprogram, mottar coaching og driver teamtrening, mens styret tradisjonelt sett ikke trener på å bli bedre. Ressurser må legges inn for å utvikle et godt styre. Dette går både på det enkelte styremedlemmets egenutvikling og på utviklingen av styret som et team.

Vi har også behov for organer som stiller krav til hva styremedlemmer må kunne forvente å beherske.¹²¹ Storbritannia har en aktiv børs, kritiske departementer, sterke fagmiljøer, revisjons- og regnskapsorganisasjoner med strenge etiske retningslinjer og offentlige komiteer som setter styrevirksomheten på dagsorden. I Norge er det Folketrygdfondet, Dagens Næringsliv og i økende grad NHO som bidrar. Det kreves større engasjement fra Oslo Børs, fra profesjonsorganisasjoner for revisorer, advokater og regnskapsfolk, og fra departementer for å sikre et velfungerende styre. Bevisstgjøring av styremedlemmers rolle sikrer større grad av integritet og dermed bedre styrer. Dette er verdiskapende både for norsk næringsliv og for samfunnet som helhet.

¹¹⁹ Både BI og NHH har begynt å gi styrets rolle større oppmerksomhet i undervisningen, men temaet flettes som oftest inn i andre fag.

¹²⁰ Selvik (2001)

¹²¹ Selvik (2001)

Vi trenger en større andel kvinner i styrerommet, men ikke gjennom lovgivning

Etter min mening hersker det liten tvil om at andelen kvinner ut ifra hensyn til mangfold og rettferdighetsprinsipper bør økes i norske bedriftsstyrer. Kvinner og menn kan fylle ledelsesfunksjoner i næringslivet på en like god måte. Problemet er hvilke virkemidler man skal bruke. Jeg mener lovgivning er et for drastisk virkemiddel med unødvendige skadevirkninger på kort sikt.

Den mangeårige skjeve fordelingen av menn og kvinner i både styreverv og topplederstillinger fører med seg uheldige ringvirkninger på dagens styresammensetning. Erfaring fra tidligere styreverv eller topplederstillinger er et viktig kriterium i valg av styremedlemmer. Spørsmålet er hvordan man kan gi kvinner den relevante erfaringen. Lovendring vil framskynde kvinners inntreden i styrerommet og kvalifisere flere kvinner til topplederstillinger, ved å gi dem relevant erfaring, utvide deres nettverk og øke sannsynligheten for å bli ”oppdaget” av andre næringslivsledere. Kapittel 2.6 poengterte imidlertid en rekke uheldige konsekvenser av å lovbestemme en økt kvinneandel. For stor grad av representativitet i styret kan svekke styrets gjennomslagskraft, lovgivning medfører at kvinner ikke får styrevervet av de ”rette” årsaker, og behovene til de mange ulike bedriftene er så forskjellige at en lovbestemmelse kan få uheldige konsekvenser for enkelte bedrifter.

Næringslivet er inne i en positiv utvikling når det gjelder kvinners innflytelse. Kvinners utdanningsnivå står ikke tilbake for menns, og næringslivet legger i større grad til rette for kvinners karrierer. Etter min mening har kvinner nå brutt igjennom glasstaket.¹²² Kvinners inntreden i næringslivet har ført til en god sirkel. Det er viktig å ikke tvinge gjennom en fortgang i en utvikling som sakte, men sikkert er på rett vei. En kortsiktig likestillingspolitikk i styrerommet gagnar verken næringslivet eller kvinnene. Etter min mening er det av stor betydning at bedriftseiere velger kvinner inn i styrene sine i egeninteresse, og ikke fordi de blir tvunget til det.

Det hevdes fra flere hold at naturen bør få gå sin gang, men det er samtidig viktig å påvirke måten styremedlemmer velges på. I likhet med NHO mener jeg det er gunstig å synliggjøre kvinners kompetanse og etablere møteplasser og nettverk. Økt bevisstgjøring om styrets rolle

¹²² Se kapittel 2.6 for en beskrivelse av glasstaket

og effekten av mangfold i styrerommet vil medføre at kvinner oftere velges inn i styrer. Dette kan oppnås gjennom å rette fokus på styrer i utdanningsinstanser og i andre samfunnsfora.

Styrearbeid krever kontinuitet. Dette medfører at utskiftningen av styremedlemmer bør skje gradvis over flere år. I tillegg kommer de mange ulikhetene blant ASA-selskaper. Uten dispensasjonsadgang favner lovendringen for bredt. Konsekvensen kan bli passive styrer som bare er til for å oppfylle lovens krav.

Det bør også nevnes at den foreslåtte lovendringen har satt kvinners posisjon i styrerommet på agendaen, og at dette har ført til en positiv utvikling. Det er langt fra sikkert at den skjeve kjønnsfordelingen hadde vært like fokusert uten myndighetenes grep. Trusselen om lovendring har ført til en oppriving i styresammensetning, og tvunget bedriftseiere til å fokusere på kvinners rolle. Myndighetene står nå overfor et dilemma om de skal gjennomføre lovendringen eller om den bør utsettes. Etter min mening er det beste for næringslivet å utsette kvoteringen, men hva skjer da med myndighetenes troverdighet?

Mangfold i styrerommet er verdiskapende.

Mangfold blant styremedlemmer skaper nye synsvinkler, ulike erfaringer, motsetninger og spenningsfelt.¹²³ Økt mangfold i styrerommene, ikke bare med hensyn til kjønn, men også alder og bakgrunn, kan bidra til bedre strategiske valg, mer innovasjon, raskere omstillinger, og gjennom dette bedre lønnsomhet. Styret skal kunne tilføre merverdi utover det som den daglige ledelsen og deres rådgivere produserer. Styret må kunne tenke på et annet nivå, med forskjellige kunnskapskilder, og ha supplerende perspektiver på sakene som styret arbeider med. Jo flere typer styremedlemmer, og jo flere typer nettverk disse har tilhørighet til, desto bedre er dette for den samlede ressursbasen som styret skal være. Variasjon har betydning for styrets sammensetning som team, men også for det arbeidet som styret skal utføre.

Empiriske undersøkelser har konkludert med at homogenitet i styret er bedre for verdiskapningen i en bedrift enn mangfold.¹²⁴ Min mening er at det mangfoldet man ønsker å oppnå i styrer i framtiden, er forskjellig fra det mangfoldet som til nå har blitt analysert i empiriske undersøkelser. Styrer som fram til nå kan defineres å inneha mangfold, tror jeg blant annet har vært styrer i bedrifter som ikke bruker styret som en ressurs. Såkalte

¹²³ Selvik (2001)

¹²⁴ Bøhren & Strøm (2005)

”tantestyrer”¹²⁵ er til bare for å dekke inn lovens krav, og styremedlemmenes kompetanse brukes ikke. Styrets sammensetning bør være preget av både mangfold og kompetanse, og det ene utelukker ikke det andre.

Det er viktig å påpeke at mangfold i styrerommet har mange flere sider enn å få inn en større andel kvinner. Fordelingen er vel så skjev når vi tar for oss etnisk tilhørighet, bosted, utdannelsesbakgrunn og alder. Lovgivning er ikke veien å gå når det gjelder å sikre mangfold. Etter min mening er den eneste måten å sikre ønsket mangfold på å sørge for at bedriftseiere og de som velger styremedlemmer, er bevisste på at mangfold er lønnsomt. Eierne er den parten som lettest kan forbedre den økonomiske effektiviteten. Aktiv utvelgelse av styret hvor man er bevisst i sine valg, gir styret større kompetanse- og ressursbredde, og dermed kan man oppnå større samfunnsøkonomisk effektivitet.

¹²⁵ Huse (2003) omtaler ”tantestyret” som tilfeldige venner og bekjente, gjerne også familiemedlemmer, som har sagt seg villig til å fylle en kvote av styremedlemmer.

Litteraturliste

Aftenposten: "Grådighetens fallitt" leder 15.juli 2005.

Aoki, M (1984): "Shareholders' non-unanimity on investment financing: Banks vs. individual investors" The Economic Analysis of the Japanese Firm (M. Aoki, red.), Amsterdam: North-Holland, s. 193-224.

Aumann, R (1959): "Acceptable Points in General Cooperative n-Person Games" Contribution to the Theory of Games IV (A.W. Tucker & R.D. Luce, red.), Princeton University Press, s. 287-324.

Baysinger, B.D & Hoskisson, R.N (1990): "The composition of board of directors and strategic control: Effects of corporate strategy" Academy of Management Review 15(1), s. 72-87.

Bebchuk, L.A & Fried, J (2003): "Executive compensation as an agency problem" Journal of Economic Perspectives 17, s. 71-92.

Becht, M, Bolton, P & Röell, A (2003): "Corporate governance and control" Handbook of the Economics of Finance (G. Constantinides, M. Harris & R. Stulz, red.), Amsterdam Elsevier, s. 1-109.

Bergesen jr, F (2005a): "Utsett kvoteringen!" Dagens Næringsliv 24. juni 2005.

Bergesen jr, F (2005b): "NHO og kvinnene" Dagens Næringsliv 12. juli 2005.

Berle, A.A (1931): "Corporate power as powers in trust" Harvard Law Review 44, s. 1049-1074.

Booth, J & Deli, D (1996): "Factors affecting the number of outside directorship held by CEOs" Journal of Financial Economics 40, s. 81-104.

Bredal, D (2000): "Styrebordet. Tolv erfarne ledere om god styreskikk" PricewaterhouseCoopers Forlag DA.

Bøhren, Ø & Strøm, R.Ø (2005): "The value-creating board: Theory and evidence" Forskningsrapport 8/2005, Handelshøyskolen BI.

Dagens Næringsliv: "Fyrer løs mot næringslivet" 4. august 2005, "Sikret eget firma millionkontrakt" 8. august 2005.

Dodd, M (1932): "For whom are corporate managers trustees?" Harvard Law Review 45, s. 1145-1163

Dyb, P.O (2005): "Reelle beslutninger kan bli fattet utenfor styret" Aftenposten 15. august 2005.

Fama, E & Jensen, M (1983): "Separation of ownership and control" Journal of Law and Economics 26, s. 301-325.

Ferris, S, Jagannathan, M & Pritchard, A.C (2003): "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments" Journal of Finance 58, s. 1087-1112.

Fich, E.M & White, L.J (2001): "Why do CEOs reciprocally sit on each others board?" Research paper no 01-002 New York University, Center for Law and Business.

Greve H. R. (1995): "Hvem styrer styret? Styrets rolle i offentlig eid forretningsvirksomhet." Stiftelsen for Samfunns- og Næringslivsforskning, SNF-rapport 56/95.

Hart, O (1995): "Firms, Contracts and Financial Structure" Oxford University press.

Hermalin, B & Weisbach, M (1998): "Endogenously chosen board of directors and their monitoring of the CEO" American Economic Review 88, s. 96-118.

- Hirshleifer, D (1993): "*Managerial reputation and corporate investment decisions*" The Financial Management Association (summer 1993) s. 145-160.
- Holmström, B (1999): "*Managerial incentive problems – a dynamic perspective*" Review of Economic Studies 66(1), s. 169-182.
- Huse, Morten (2003): "*Styret: Tante, barbar eller klan?*" Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Jensen, M & Meckling, W (1976): "*Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure*" Journal of Financial Economics 3, s. 305-360.
- Kaplan, S & Reishus, D (1990): "*Outside directorships and outside performance*" Journal of Financial Economics 27, s. 389-410.
- Kvam, C (2005): "*NHO slår seg på munnen*" Dagens Næringsliv 5. juli 2005.
- Lervik, J.E, Huse, M, Hansen, C & Svendsen, J.E (2005): "*Beskrivelse av norske styrever. Foreløpige resultater fra forskningsprogrammet: Det verdiskapende styre.*" Forskningsrapport 2/2005, Handelshøyskolen BI.
- Lindholt, T (2005): "*Eierskap og virksomhetsstyring*" Foredrag UiO 19. august 2005
- Lov 1997-06-13, nr.44. (aksjeloven) og Lov 1997-06-13, nr.45 (allmennaksjeloven) Justis- og politidepartementet.
- Mace, M.L.(1986): "*Directors: myth and reality*" Boston, Harvard University Press.
- Mintzberg, H (1983): "*Power in and around organizations*", Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Morck, R, Shleifer, A & Vishny, W (1988): "*Management ownership and market valuation*" Journal of Financial Economics 20, s. 293-315.
- Møll, A (2003): "*Finansskandaler: En økonomisk analyse av konkursene i Enron og WorldCom*" Hovedoppgave, Økonomisk Institutt, Universitetet i Oslo.
- Nilssen, T (1995): "*Hvordan skaffe kapital til næringslivet? Bank kontra aksjemarked.*" Norsk Økonomisk Tidsskrift 109, s. 27-50.
- Nørdbj-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark (2001). Anbefalinger for god selskapsledelse i Danmark. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, København. (www.corporategovernance.dk)
- Ot.prp.nr.97 (2002-2003): "*Om lov om endringer i lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper, lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper og i enkelte andre lover (likestilling i styrever, statsaksjeselskaper, statsforetak, allmennaksjeselskap mv.)*" Tilråding fra Barne- og familiedepartementet, 13. juni 2003.
- Paul, J.M (1992): "*On the efficiency of stock-based compensation*" Review of Financial Studies 5, s. 471-502.
- Pfeffer, J & Salancik, G.R (1978): "*The external control of organizations: A resource-dependence perspective*" New York (USA): Harper and Row.
- Raheja, C.G (2004): "*Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards*" Working paper, Vanderbilt University, Nashville, TN <http://ssrn.com/abstract=522542>
- Raheja, C.G (2005): "*Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards*" Journal of Financial and Quantitative Analysis 40(2).
- Reve, T (1993): "*Styrets rolle: Passiv sandpåstrøer eller aktivt strategi- og kontrollorgan?*" Styrets rolle (T. Reve & T. Grønlie, red.). Bergen: TANO.

- Selvik, A (2001): *"Den skjulte styreverden. En rapport fra styreriket"* Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Scharfstein, D.S & Stein, J.C (1990): *"Herd behaviour and investment"* American Economic Review 80, s. 465-479.
- Shivdasani, A & Yermack, D (1999): *"CEO involvement in the selection of new board members"* Journal of Finance 54, s. 1829-1853.
- Shleifer, A & Vishny, R (1986): *"Large shareholders and corporate control"* Journal of Political Economy 94(3), s. 461-488.
- Statistisk Sentralbyrå: *"Stadig flere med høyere utdanning"* 23. september 2004, og *"Langt igjen til likestilling i styrerommene"* 17. august 2005.
- Stensbak, H (2003a): *"Maktsillet mellom eier, styre og direktør: Politi og røver eller cowboy og indianer?"* Hovedoppgave, Økonomisk Institutt, Universitetet i Oslo.
- Stensbak, H (2003b): *"Autoritet og kvalitet"* Dagens Næringsliv. 26. august 2003.
- Ukeavisen Ledelse: *"Hagen- venn kastet fra Orkla-styret"* 27. mai 2005.
- Wikborg Rein/ Econ Management (2002): *"Corporate Governance: God virksomhetsstyring"*, Oppsummering av intervjuer med 20 ressurspersoner blant norske eiere, styrerepresentanter, bedriftsledere, fagbevegelse og finansinstitusjoner.
- Økonomisk Rapport: nr.01/2002 *"Myklebusts styremanifest"*, nr. 06/2002 *"Styrevalg i blinde"*, nr.05/2003 *"Gjengangere på børsen"* og nr.05/2004 *"Langt fra målet"*.